

BULLETIN

**DE LA BANQUE
DE FRANCE**

2^E TRIMESTRE 2011

184

SOMMAIRE

ÉTUDES

- Les répercussions du séisme du 11 mars sur l'économie japonaise et l'économie mondiale** 1
Direction générale des Études et des Relations internationales
Direction générale des Opérations
Secrétariat général de l'Autorité de contrôle prudentiel
Le 11 mars 2011, le Japon a été touché par une catastrophe naturelle sans précédent. Les auteurs cherchent à évaluer les conséquences de ce choc sur l'économie japonaise et mondiale et à apporter un éclairage sur les différents canaux de transmission.
- Synthèse du colloque international de la Banque de France
« Face aux déséquilibres mondiaux, quelle régulation ? »** 15
William R. WHITE
Les déséquilibres mondiaux sont au cœur des préoccupations de la présidence française du G20 et ont été l'objet du VI^e colloque international de la Banque de France qui a rassemblé un panel exceptionnel d'intervenants. William R. White (OCDE) en a fait la synthèse.
- Les comptes financiers de la Nation en 2010 : reprise du crédit
et poursuite de la hausse des taux d'endettement** 27
Frédéric DELAMARRE et Franck SÉDILLOT
En 2010, la reprise de la distribution du crédit bénéficie largement aux ménages. L'endettement des agents non financiers atteint un nouveau plus haut.
- Le comportement d'épargne des ménages en 2010** 37
Adeline BACHELLERIE
Les ménages français ont, comme leurs homologues européens, réduit leur effort d'épargne au bénéfice de leur consommation. Leurs choix de placements se sont orientés vers les produits bancaires liquides au détriment de l'assurance-vie.
- Épargne et choix de portefeuille des ménages : approches micro et macroéconomiques** 45
Vladimir BORGY, Luc ARRONDEL et Frédéric SAVIGNAC
Les comportements d'épargne et d'allocation d'actifs des ménages sont des éléments clés pour le financement de l'économie. La récente crise financière et plus structurellement le vieillissement des populations conduisent les banques centrales, le régulateur et les acteurs des marchés à développer les politiques d'éducation financière du public.
- La destination finale des placements financiers des ménages français** 59
Adeline BACHELLERIE, Omar BIROUK et Christian PFISTER
Les ménages français ont modifié la structure de leurs portefeuilles au cours des quinze dernières années au profit des contrats d'assurance-vie. Ils investissent une part croissante de leur épargne à l'étranger, via les intermédiaires financiers.
- Les PME-ETI cotées en bourse : la crise accentue les disparités
et souligne les différences de réactivité** 71
Matthieu BRUN, Jean-Luc CAYSSIALS et Elisabeth KREMP
Les PME-ETI cotées en bourse sont plus hétérogènes que leurs homologues non cotées en termes de dynamisme et de performance. En 2009, les plus rentables montrent une capacité de rebond supérieure.

La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2010 93

Julien LE ROUX

En 2010, la part des non-résidents dans le capital des sociétés françaises du CAC 40 (42,4 %) a légèrement baissé (- 2,2 points).

Liens entre les flux de capitaux et le développement financier : une revue de la littérature 101

Julio RAMOS-TALLADA

Paradoxalement, les pays industrialisés tendent à être des importateurs nets de capitaux. Un stade de développement financier relativement plus avancé pourrait expliquer ce phénomène. La liberté de mouvements des capitaux risque de rendre permanentes ces différences de développement financier entre pays. Les liens de causalité théoriques sont cependant difficiles à mettre en évidence sur le plan empirique.

STATISTIQUES

■ Sommaire 51

DIVERS

■ Abréviations I

Documents publiés III

Coupon-abonnement XIII

Achévé de rédiger le 22 juin 2011

Les répercussions du séisme du 11 mars sur l'économie japonaise et l'économie mondiale

Direction générale des Études
et des Relations internationales

Direction générale des Opérations

Secrétariat général
de l'Autorité de contrôle prudentiel

Le séisme d'une magnitude de 8,9 sur l'échelle de Richter qui a affecté l'est du Japon le 11 mars 2011 est le plus fort qui ait été récemment enregistré dans le pays. La région de Tohoku, qui contribue au PIB japonais à hauteur de 6 %, a été fortement affectée par le tsunami qui a suivi le séisme. Les dommages infligés au stock de capital sont estimés entre 16 000 et 25 000 milliards de yens, soit entre 3 % et 5 % du PIB. Mais, outre le choc lié à cette catastrophe naturelle, l'économie est à présent confrontée à une crise nucléaire dont les effets éventuels ne sont actuellement pas mesurables. Dans cet article, les auteurs cherchent à évaluer les conséquences de ce séisme sur l'économie japonaise et mondiale et à apporter un éclairage sur les différents canaux de transmissions de ce phénomène.

Suite à ce séisme, les perspectives de croissance de l'économie japonaise se sont détériorées de manière importante pour l'année 2011. La destruction de capital, les arrêts de production et les perturbations de la fourniture d'électricité pourraient affecter l'activité sur une période prolongée. Un choc négatif sur les composantes de la demande privée pourrait être causé par une détérioration générale de la confiance des consommateurs et du climat d'affaires.

Le gouvernement japonais prépare actuellement une rallonge budgétaire pour l'exercice 2011. La dette publique japonaise, dont les résidents détiennent 94 %, s'élevait en 2010 à 220 % du PIB. Le ratio d'épargne des ménages se situant à des niveaux très bas, les perspectives de financement de la dette publique à moyen terme se dégradent.

Les marchés financiers ont vivement réagi au séisme mais se sont rapidement stabilisés. Leur fonctionnement a pu être préservé grâce à la réaction immédiate de la Banque du Japon qui a fourni de la liquidité en abondance. Alors que les anticipations de rapatriements de capitaux avaient entraîné une forte appréciation du yen durant les premiers jours suivant la catastrophe, le taux de change de la monnaie japonaise a baissé après une intervention concertée des banques centrales du G7, retrouvant des niveaux proches de ceux observés avant le 11 mars.

Les cours du pétrole devraient être davantage affectés par l'instabilité politique et sociale au Moyen-Orient et en Afrique du Nord que par les conséquences du séisme japonais. Parallèlement, les cours du charbon et du gaz pourraient être poussés à la hausse par l'augmentation de la demande japonaise résultant d'une perte de 5 % des capacités électriques.

L'exposition du secteur des assurances devrait être limitée en raison du système d'assurance au Japon : le marché est tenu à 90 % par des assureurs japonais ; l'assurance privée des ménages est réassurée au plan national et couverte par l'État pour une grande part ; seuls les assureurs du secteur des entreprises sont réassurés auprès d'assureurs internationaux. L'incidence pour les compagnies d'assurance et les banques françaises devrait être limitée, mais, compte tenu de l'incertitude, renforcée par l'aléa nucléaire, qui entoure l'estimation des pertes, des risques persistent.

Les simulations reposant sur différents types de modèles macroéconomiques laissent entrevoir des effets de contagion limités pour les autres économies, sauf si une forte hausse des cours du pétrole venait s'ajouter au choc japonais. L'incidence d'une forte baisse de la demande et de la production au Japon ne devrait pas affecter significativement l'économie mondiale et les conséquences, globalement négatives, sur les économies émergentes d'Asie devraient être limitées. Les perturbations affectant les chaînes d'approvisionnement restent difficiles à évaluer à ce stade.

Mots-clés : Catastrophe naturelle, Japon, conséquences macroéconomiques

Codes JEL : E00, F01

Le séisme de grande ampleur qui a affecté l'est du Japon le 11 mars 2011 est le plus fort qui ait été récemment enregistré dans le pays. Sa magnitude de 8,9 sur l'échelle de Richter est très largement supérieure à celle de 7,2 enregistrée lors du séisme de Kobé en 1995. Son bilan humain est très élevé : 15 000 victimes, 10 000 disparus, 115 000 personnes sinistrées. La région de Tohoku, qui contribue au PIB japonais à hauteur de 6 %, a été fortement affectée par le tsunami qui a suivi le séisme. Le montant des dommages au stock de capital est estimé entre 16 000 et 25 000 milliards de yens, soit entre 3 % et 5 % du PIB. Mais outre le choc dû à cette catastrophe naturelle, l'économie est à présent confrontée à une crise nucléaire, essentiellement circonscrite autour de la centrale de Fukushima, faisant peser des risques à la baisse sur l'économie mondiale qui ne peuvent pas être évalués à ce stade.

Les répercussions sur l'activité économique prennent des formes multiples : des coupures et des pénuries d'électricité, qui pourraient se poursuivre cet été, affectent la consommation des ménages, les processus de production et les chaînes d'approvisionnement. L'incidence économique la moins mesurable pourrait découler de pertes de confiance, en particulier en raison de l'incident nucléaire et des nombreux séismes ultérieurs. Dans cette note, les auteurs¹ cherchent à couvrir un grand nombre de risques associés à la situation actuelle en vue d'évaluer les conséquences pour le Japon et les autres économies ainsi que pour les marchés financiers.

I | Les conséquences pour l'économie japonaise

I | Révisions des prévisions : à la baisse pour 2011, rebond en 2012

L'économie japonaise était sur le point d'entamer une phase de reprise lente mais soutenue à partir de 2011, après un fort rebond de la croissance du PIB à 3,9 % en 2010. Le séisme de Tohoku et le tsunami qui a suivi modifient à présent les perspectives à court et à moyen

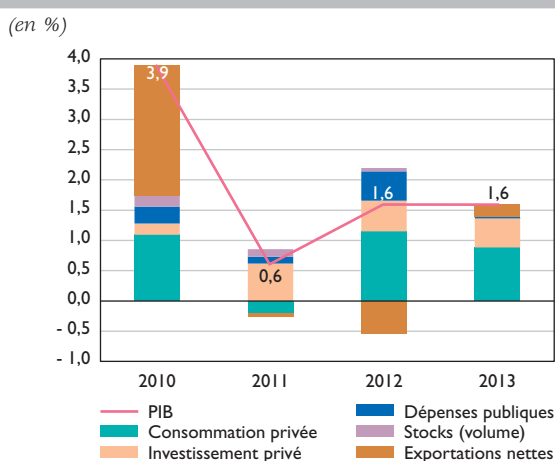
termes et réduisent les prévisions de croissance pour 2011. Au vu des informations actuellement disponibles, les destructions de capital se situeraient entre 15 000 et 26 000 milliards de yens (3 % à 5 % du PIB), ce qui pourrait donner lieu à un rebond rapide de l'activité dans le secteur de la construction.

Les auteurs n'anticipent pas une reprise rapide après cette nouvelle crise. L'activité devrait décroître aux deuxième et troisième trimestres 2011, essentiellement sous l'effet d'un recul prononcé de la consommation privée et des exportations, et d'une forte augmentation des importations dans les secteurs des matières premières et des denrées alimentaires. L'investissement devrait apporter une contribution positive sur l'horizon de prévision grâce aux efforts immédiats de reconstruction dans le secteur privé, puis dans le secteur public à la fin de l'année, lorsque les obstacles administratifs auront été levés. L'hypothèse retenue est celle d'un programme de reconstruction sur cinq ans, avec une concentration de l'investissement en 2012. Toutefois, l'investissement ne devrait pas se révéler plus dynamique que ne l'exigent les efforts de reconstruction. Les exportations nettes pourraient contribuer négativement à la croissance sur l'horizon de prévision. Compte tenu de la pénurie de ressources naturelles au Japon, les importations de matières premières destinées à la reconstruction ou devant servir de ressources énergétiques de substitution devraient augmenter fortement. Les pertes de capacités de production dans l'agriculture (et les pertes éventuelles de denrées produites localement en raison de l'élévation des mesures de radioactivité) devraient en outre se traduire par une hausse des importations de denrées alimentaires. Ainsi, la balance commerciale du Japon pourrait devenir négative, malgré une croissance des exportations supérieure à sa moyenne de long terme, amputant la croissance du PIB en 2011 et en 2012.

Fin 2010, la demande intérieure était atone. La consommation privée en 2010 avait été essentiellement dopée par des mesures publiques de relance. De plus, la situation du marché du travail est restée morose. Même si les chiffres du chômage se sont améliorés, les salaires réels et nominaux ainsi que le revenu disponible des ménages n'ont guère augmenté. L'investissement privé n'a pas rebondi

¹ Guillaume Adamczyk (Ambassade de France au Japon), Karim Barhoumi, Simona Delle Chiaie, Christian Glocker, Claude Lopez, Lisa Sica de Moraes (DGEI-DERIE), Guillaume Gaulier (DGEI-DEMS), Sophie Haincourt (DGEI-DIACONJ), Sophie Perez (DGO-DOM), Jean-Baptiste Haquin (SGACP-DERI) ont contribué au dossier qui a fourni la matière de cet article, ainsi que Laurent Ferrara et Evelyn Herrmann (DGEI-DERIE) qui en ont assuré la coordination.

Graphique 1 Scénario de prévision de croissance du PIB



en 2010, en dépit de perspectives économiques relativement favorables, de bénéfiques en hausse et d'une croissance assez soutenue des exportations. Les récents événements survenus au Japon pourraient avoir des conséquences particulièrement fortes pour la confiance au plan intérieur. Les auteurs anticipent une progression du PIB de 0,6 % en 2011, la croissance ne redevenant positive en rythme trimestriel qu'au quatrième trimestre ; en 2012 et en 2013, elle pourrait n'atteindre que 1,6 % (cf. tableau 1). Les risques pesant sur les perspectives 2011 sont actuellement revus à la hausse, en raison de l'incidence des perturbations de la fourniture d'électricité sur l'activité dans le nord du Japon, de la transmission, dont l'ampleur n'est pas connue, aux chaînes d'approvisionnement dans le pays, du manque de visibilité quant à la réponse budgétaire et de l'incertitude qui entoure l'effet sur la confiance. Ainsi, il n'est pas improbable que les prévisions de croissance sur 2011 (effectuées

Tableau 1 Prévisions de croissance du PIB

	2011		2012	
	Avant séisme	Après séisme	Avant séisme	Après séisme
FMI	1,6	1,4	1,8	2,1
Consensus économique	1,4	0,3	2,1	2,7
Banque de France		0,6		1,6

Sources :

Prévisions avant séisme : FMI – Perspectives de l'économie mondiale, janvier 2011, Consensus économique, mars 2011

Prévisions après séisme : FMI – Perspectives de l'économie mondiale, avril 2011, Consensus économique, avril 2011, Banque de France, avril 2011

en avril 2011) soient prochainement révisées à la baisse au fur et à mesure de l'arrivée d'informations conjoncturelles.

I | 2 Réaction de politique monétaire : un apport de liquidité immédiat et abondant

À la suite du séisme du 11 mars, la Banque du Japon a décidé d'étendre les mesures d'assouplissement quantitatif. Lors de la réunion qui s'est tenue le 14 mars, le Conseil de politique monétaire de la Banque du Japon a doublé le montant du programme d'achat d'actifs, y compris les actifs relativement risqués, le portant à 10 000 milliards de yens (cf. tableau 2).

La Banque du Japon a indiqué que son action constituait une démarche préventive pour contrer la détérioration du climat des affaires et l'accroissement de l'aversion au risque. En outre, le Conseil de politique monétaire a annoncé que la banque centrale continuerait de fournir de la liquidité en abondance pour faciliter les financements et garantir la stabilité financière. En ce qui concerne les taux directeurs, la Banque du Japon a également annoncé qu'elle procéderait à des opérations sur le marché monétaire afin de maintenir le taux de l'argent au jour le jour sur le marché des prêts en blanc dans une fourchette de 0,0 % à 0,1 %.

Tableau 2 Décomposition de l'élargissement du programme d'achat d'actifs

(en milliards de yens)

	Encours maximum (28 octobre 2010)	Modifications apportées après le séisme
Obligations d'État du Japon avec coupon	2 000	+ 500
Bons du Trésor à intérêts précomptés	3 000	+ 1 000
Papier commercial	2 000	+ 1 500
Obligations d'entreprises	2 000	+ 1 500
Fonds indiciels cotés en Bourse (ETF) (a)	900	+ 450
Fonds d'investissement immobilier japonais (J-REIT) (b)	100	+ 50

(a) Les ETF sont des OPCVM qui répliquent un indice, à savoir le NIKKEI 225 ou l'indice TOPIX.

(b) Les J-REIT sont des actions de sociétés immobilières.

Source : Banque du Japon

Tableau 3 Opérations sur le marché monétaire du 14 au 18 mars 2011

(en milliers de milliards de yens)

Date	Opérations d'apport de liquidité contre des garanties mises en commun				Achats fermes (titres publics japonais)	Total
	Au jour le jour	À échéance future	Prises en pension de titres publics japonais et de papier commercial	Autres prêts dans le cadre du programme d'achat d'actifs		
14 mars	8,93	3,00	2,35	0,80		15,08
15 mars	5,38	7,57	2,00	0,00		14,95
16 mars	2,76	3,76	1,42	0,80		8,74
17 mars	1,62	5,00	2,01	0,80	0,86	10,30
18 mars	1,98	4,56	2,00	0,00	0,15	8,68
Total	20,67	23,89	9,79	2,40	1,01	57,76

Note : Les titres publics japonais englobent les bons du Trésor et les obligations d'État.

Source : Banque du Japon

Dans les jours qui ont suivi le séisme, en réponse aux tensions sur le marché au jour le jour, la Banque du Japon a procédé à des opérations valeur-jour, les premières depuis mai 2010, et a injecté 82 400 milliards de yens en une semaine, dont 57 800 milliards ont été effectivement fournis au marché (cf. tableau 3). Par conséquent, le marché au jour le jour a été relativement stable.

Au-delà de ces mesures, la Banque du Japon a jugé nécessaire de mettre en place, le 7 avril, un système d'apport de fonds qui permette aux institutions financières des zones sinistrées de disposer de financements à long terme (1 000 milliards de yens), afin de les soutenir dans leurs efforts initiaux pour faire face à la demande de moyens destinés à la reconstruction.

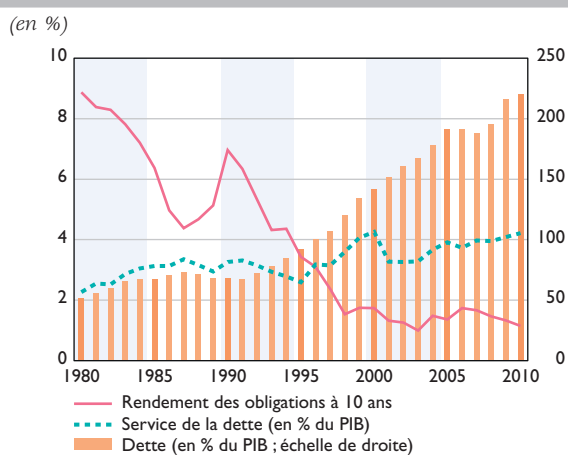
1 | 3 Comment financer une rallonge budgétaire – La Banque du Japon va-t-elle procéder à une monétisation de la dette ?

Les résidents détenaient 94 % du total de la dette publique à la fin de l'exercice 2009. Les organismes publics du Japon (fonds de pension, sécurité sociale, épargne postale, etc.) et son secteur privé ont une aversion au risque et un biais domestique très marqués. Dès lors, l'équilibre macroéconomique et l'absence d'une stratégie de quête du rendement ont permis aux rendements des obligations d'État du Japon (JGB) de se maintenir à des niveaux très bas en dépit de la forte augmentation de l'endettement total au cours de la dernière décennie (1,4 % pour

les obligations d'État à 10 ans en moyenne sur la période 2000-2010 ; cf. graphique 2).

Toutefois, le financement de nouvelles émissions d'obligations de l'État japonais ou le refinancement de titres arrivant à échéance pourrait se révéler plus difficile à l'avenir. Les fonds de pension publics pourraient se détourner des obligations d'État à faible rendement au profit d'actifs plus rémunérateurs. Les ménages pourraient ne pas être en mesure de maintenir leurs portefeuilles d'obligations d'État à l'avenir, et encore moins de les accroître. Les taux d'épargne sont orientés à la baisse, s'établissant à 3 % en moyenne en 2010, et pourraient même devenir négatifs à l'avenir. Un retournement de cette tendance allègerait les tensions attendues sur les émissions d'obligations d'État, mais pèserait par là même sur

Graphique 2 Dette publique, service de la dette et taux d'intérêt



Sources : FMI, Datastream

la demande privée et les perspectives de croissance. Cela pourrait de nouveau soulever des interrogations au sujet de la soutenabilité de la dette. En l'absence de financement domestique, la dette publique japonaise pourrait devenir davantage dépendante des investisseurs étrangers. Une augmentation des taux d'intérêt due à un accroissement de la prime de risque provoquerait un alourdissement important du service de la dette. Par conséquent, davantage de financements seraient nécessaires, les primes de risque augmenteraient à nouveau et, en théorie, des tensions sur la dette souveraine pourraient se manifester. Pour éviter un tel scénario, la Banque du Japon pourrait se transformer en « acheteur en dernier ressort » et se porter acquéreur des obligations d'État n'ayant pas trouvé preneur. Cette « monétisation » de la dette publique hypothèquerait l'indépendance de la banque centrale. En théorie, l'accélération de l'inflation pourrait alors être un instrument, tant pour le gouvernement que pour la banque centrale, de réduction de la dette par le biais d'une diminution de la charge réelle de la dette publique.

Cependant, pour l'heure, ce scénario reste purement théorique. Masaaki Shirakawa, gouverneur de la Banque du Japon, a envoyé un signal fort, lorsqu'il a déclaré que la Banque du Japon n'était pas prête à monétiser la dette nipponne. Dans le cadre d'une commission parlementaire qui s'est tenue le vendredi 25 mars, il a déclaré que « les achats d'obligations d'État devaient être un procédé d'apport de fonds » et ajouté que « si leur objet était un financement à des fins budgétaires, les primes de risque pourraient augmenter, ce qui aurait une incidence négative sur l'émission d'obligations d'État ». Cette position est tout à fait conforme aux précédents discours prononcés par le gouverneur de la Banque du Japon.

De façon plus surprenante, M. Yosano, ministre de l'économie, a annoncé le 1^{er} avril que « en vue de conserver la confiance des marchés, la prise ferme d'obligations d'État par la Banque du Japon était proscrite ». Cette déclaration a été confirmée le même jour par M. Noda, ministre des Finances : « Le gouvernement n'envisage pas » de financement direct de la dette publique par la Banque centrale.

Par conséquent, la Banque du Japon ne semble pas prête à accroître ses achats fermes d'obligations d'État afin de financer les obligations émises pour la reconstruction après le séisme. Pour autant, la Banque centrale acquiert chaque mois un montant

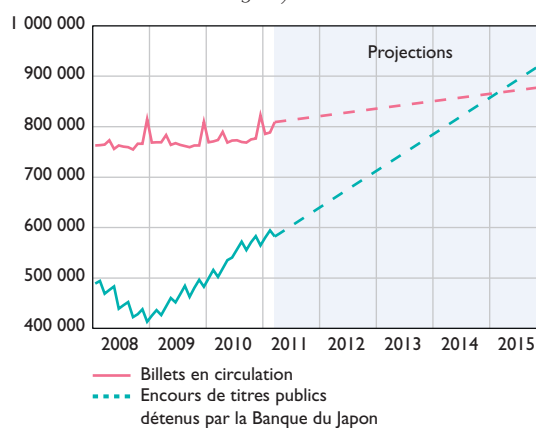
de 1 800 milliards de yens (15 milliards d'euros) sur le marché secondaire dans le cadre de ses opérations de marché régulières. La Banque centrale suit une règle implicite qui limite ses acquisitions d'obligations d'État à long terme au montant de billets en circulation. Par conséquent, elle est juridiquement habilitée à acquérir encore pour quelque 20 000 milliards de yens (soit 165 milliards d'euros) d'obligations à long terme.

Cependant, la Banque du Japon a décidé le 28 octobre 2010 de lancer un nouveau programme d'achat d'actifs dont 1 500 milliards de yens environ portent sur les obligations d'État (soit 12 milliards d'euros). En outre, ce n'est pas l'intégralité des obligations d'État acquises dans le cadre de ce programme qui est prise en compte dans le plafond de la règle des billets en circulation. Cette décision importante ouvre dès lors la porte, en cas de nécessité, à de nouvelles acquisitions d'obligations d'État si le besoin s'en fait sentir. C'est ce qui s'est produit récemment, pour permettre de stabiliser les marchés après la catastrophe du 11 mars.

Même si la plupart des membres du Conseil de politique monétaire de la Banque du Japon ne sont pas favorables à une monétisation de la dette japonaise, une solution de ce type ne peut être totalement écartée en cas de circonstances exceptionnelles. La Banque du Japon pourrait facilement relever le plafond du programme d'achat d'actifs.

Graphique 3 Encours de billets en circulation et de titres publics détenus par la Banque du Japon

(en centaines de milliards de yens)



Sources : Banque du Japon et calculs Banque de France

2| La contagion à l'échelle mondiale – les résultats des simulations issues de modèles macroéconomiques

2| I Les simulations à partir du modèle monétaire et budgétaire mondial intégré (GIMF) du FMI

L'analyse porte à la fois sur les effets sur l'économie du Japon ainsi que sur les effets de contagion à l'échelle internationale. Les simulations ont été réalisées à l'aide du modèle monétaire et budgétaire mondial intégré (*Global Integrated Monetary and Fiscal Model* – GIMF) élaboré par le FMI. Pour les besoins de cet exercice, le modèle a été calibré pour les six pays suivants : le Japon, la Chine, d'autres pays émergents d'Asie, les États-Unis, la zone euro et le reste du monde.

Le séisme au Japon a eu pour effet immédiat la destruction d'une part importante du stock de capital, tant privé que public, de l'économie nipponne. Les dommages subis par le stock total recouvrent le capital social, l'immobilier résidentiel, les usines et les équipements privés. Si l'on ne retient que les usines et les équipements privés, la destruction de capital est comprise, selon les estimations officielles, entre 9 et 16 milliards de yens environ, soit entre 2 % et 3 % du PIB, par rapport à un stock total d'environ 1 200 000 milliards de yens avant le séisme. Le stock de capital auquel le modèle GIMF fait référence recouvre essentiellement le capital productif privé. Par conséquent, sont considérés uniquement les chiffres relatifs aux dommages subis par les usines et les équipements privés pour l'implémentation du choc. Compte tenu du stock total de capital avant le séisme, la perte de capital productif privé se situe entre 0,8 % et 1,3 % environ. Le choc sur la base duquel les simulations ont été réalisées correspond de ce fait à une baisse exceptionnelle de 1 % du stock de capital physique.

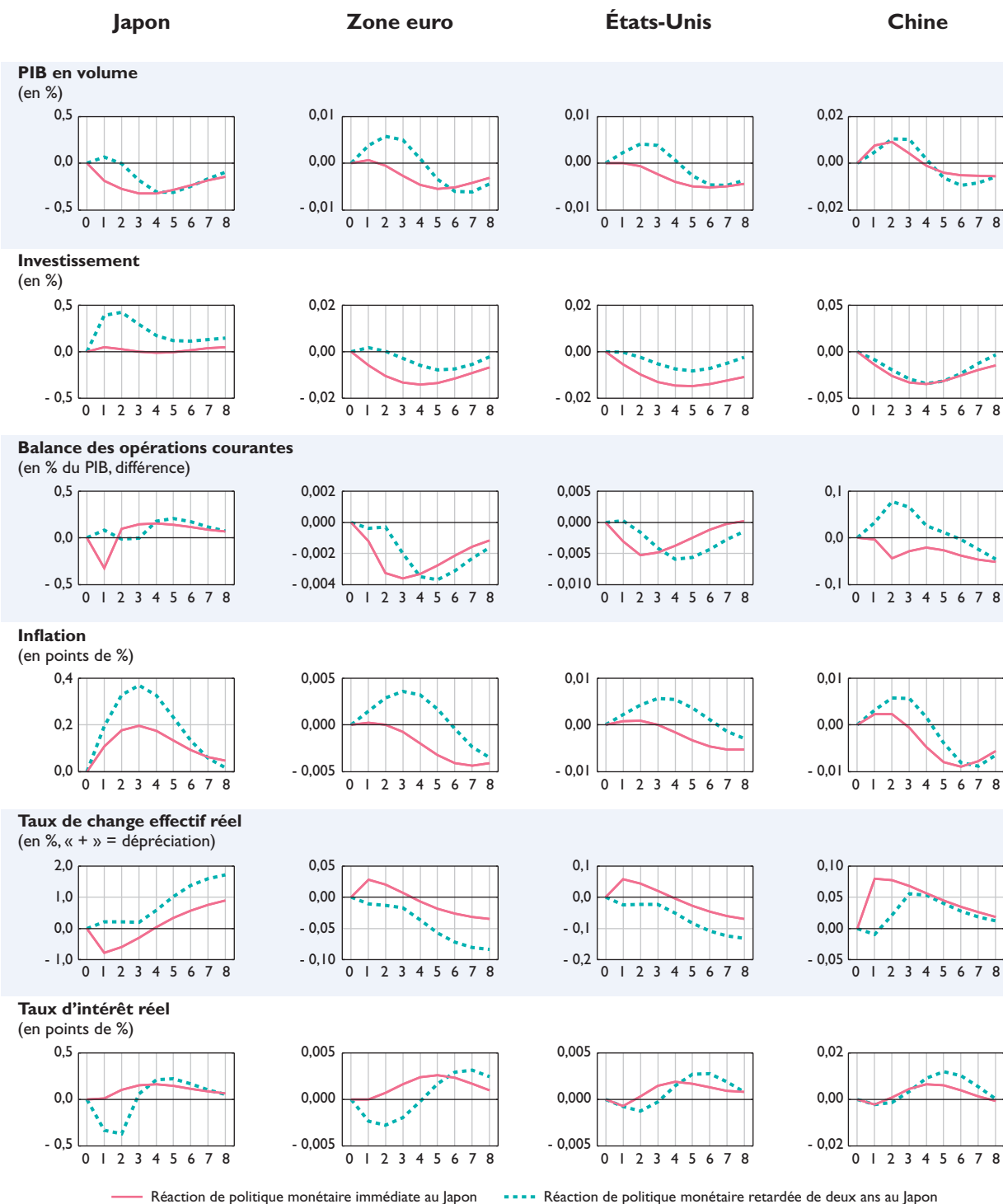
Les graphiques 4 montrent les effets de la diminution brutale du stock de capital au Japon sur une sélection

de variables pour le Japon, la zone euro, les États-Unis et la Chine. Si l'on considère tout d'abord les effets sur l'économie nipponne, le choc négatif affectant le stock de capital force les entreprises à réduire leur production et à relever leurs prix. Pour compenser la perte de productivité et la diminution du stock de capital, les entreprises doivent accroître le facteur travail pour maintenir leurs niveaux de production. Par ailleurs, la diminution du stock de capital entraîne une forte hausse de la demande de biens d'équipement. Ce processus se poursuit durant un certain nombre de périodes, au fur et à mesure que le stock de capital se reconstitue progressivement. À plus long terme, la reconstitution du stock de capital va de pair avec un niveau de production inférieur à la tendance et avec la persistance d'une trajectoire supérieure à la tendance en matière d'emploi, d'investissement et d'inflation.

La réaction endogène de la politique monétaire face à l'inflation influence, par le biais de la règle de Taylor, les mouvements du taux d'intérêt nominal. Une réaction immédiate de la politique monétaire entraîne une hausse des taux d'intérêt nominaux, ce qui freine l'inflation mais aussi la reprise de l'investissement. La reconstitution du stock de capital dure alors plus longtemps et les effets négatifs sur la production sont plus prononcés. Ce scénario est indiqué par la ligne rouge continue dans les graphiques 4. En revanche, si les autorités monétaires adoptent une politique accommodante et maintiennent les taux d'intérêt inchangés en dépit de la hausse de l'inflation (ce scénario est indiqué par la ligne verte discontinue dans les graphiques 4), l'effet positif sur l'investissement est plus marqué. Le recul du PIB est atténué, au prix d'une inflation légèrement plus élevée.

Les effets de contagion à l'échelle internationale sont en général assez modérés. Les fluctuations du PIB de la zone euro, des États-Unis et de la Chine varient entre - 0,008 % et 0,01 %, la Chine en particulier tendant à être un peu plus touchée que les deux autres économies. L'évolution des taux de change tend à être fortement influencée par la politique de taux d'intérêt au Japon. Dans le scénario de réaction immédiate des taux nominaux à une hausse de l'inflation, la devise japonaise s'apprécie, alors que dans le cas d'une politique monétaire plus accommodante, elle se déprécie tout au long du processus. Sur le long terme, elle devrait se déprécier.

Graphiques 4 Destruction de capital et effets de contagion



— Réaction de politique monétaire immédiate au Japon - - - Réaction de politique monétaire retardée de deux ans au Japon

Note : Le graphique présente les résultats du modèle GIMF basés sur une baisse surprise de 1 % du stock total de capital physique au Japon.
Sources : GIMF (Modèle FMI), simulations Banque de France

2 | 2 Les simulations à partir du modèle multinational NiGEM

Les auteurs étudient ici deux scénarios : celui d'un choc d'offre négatif au Japon qui, compte tenu de son ampleur à l'échelle mondiale, n'a qu'une incidence mineure sur les cours du pétrole ; et un autre scénario, plus expérimental, dans lequel, la production nationale d'énergie au Japon étant réduite, une hausse de la demande de pétrole par ce pays entraîne une augmentation de 20 % des cours du pétrole. Les simulations réalisées à partir du modèle NiGEM (*National Institute's Global Econometric Model*) montrent que les conséquences économiques directes du séisme au Japon devraient être modérées, à l'échelle aussi bien mondiale que de la zone euro (scénario 1), mais que les effets secondaires, dans le cas d'une incidence indirecte des cours du pétrole (scénario 2), seraient plus négatifs.

Scénario 1. Le tableau 4 résume l'incidence sur le PIB et sur l'inflation à l'échelle mondiale d'un scénario dans lequel le PIB du Japon devient inférieur de 1,1 % et de 1,4 % par rapport au scénario de référence en 2011 et en 2012, respectivement, ce qui correspond à une croissance du PIB de 0,6 % en 2011 et de 1,6 % en 2012 (cf. la section 1|1 pour plus de détails). Une caractéristique importante du choc est que la demande mondiale demeurerait relativement soutenue, de sorte que le recul attendu du PIB, résultant des perturbations au niveau de la chaîne de production, entraînerait une forte augmentation des importations nipponnes (+ 14 % par rapport au scénario de référence en 2012). Selon les estimations du modèle NiGEM, en tenant compte de la répercussion sur les différents pays d'une hausse des importations nipponnes, l'incidence globale sur la demande extérieure serait positive et particulièrement importante en Chine (augmentation de 2 % de la taille du marché à l'horizon 2012 par rapport au scénario de référence), le Japon représentant 16 % des exportations chinoises². Les États-Unis occupent la deuxième position (augmentation de 1,4 % de la taille des marchés d'exportation par rapport au scénario de référence), tandis que la taille des marchés allemand et français ne progresse que de 0,7 % par rapport au scénario de référence.

L'inflation recule au Japon, le PIB diminuant davantage que la production potentielle, créant ainsi un écart de production. Au niveau international, l'évolution modérée des prix signifie que les taux d'intérêt demeurent globalement inchangés. Compte tenu de la hausse de la demande mondiale ainsi que des évolutions financières et des prix modérées³, l'incidence de la crise japonaise sur le PIB mondial, légèrement négative durant la première année du choc, avec la baisse du PIB au Japon, devient légèrement positive la deuxième année en raison des effets de contagion. S'agissant de la zone euro, le PIB demeure inchangé au cours de la première année et progresse légèrement la deuxième année.

Scénario 2. La réaction modérée des prix de l'énergie lors de la simulation des conséquences du séisme au Japon dans le cadre du scénario précédent conduit à envisager la possibilité d'introduire un choc pétrolier venant s'ajouter au choc initial sur l'économie

**Tableau 4 Choc 1 :
Baisse du PIB japonais de 1,4 %
par rapport à la valeur de référence**

(différence en pourcentage par rapport à la valeur de référence)

	2011	2012
PIB		
Japon (= choc)	- 1,13	- 1,42
Monde	- 0,03	0,09
États-Unis	- 0,01	0,03
Chine	0,10	0,39
Zone euro	0,00	0,07
Allemagne	0,00	0,07
France	0,02	0,12
Inflation		
Japon	- 0,04	- 0,35
Monde	- 0,03	0,09
États-Unis	0,01	0,03
Chine	0,03	0,26
Zone euro	- 0,02	- 0,01
Allemagne	- 0,02	0,01
France	- 0,01	0,03
Prix du pétrole (dollar par baril)	0,09	0,16

Sources : NiGEM, simulations Banque de France

2 Estimations du modèle NiGEM sur la base d'une matrice du commerce mondial datant de 2007. Selon les données de la direction des Statistiques commerciales du FMI (DOTS), la part des exportations chinoises vers le Japon a toutefois diminué au cours de la dernière décennie, atteignant 7 % du total des exportations chinoises en 2010 (cf. section 6|2).

3 À l'horizon 2012, les cours boursiers sont inférieurs de 2,5 % à leur valeur de référence et le yen perd 0,6 % de sa valeur par rapport au dollar et 0,9 % en termes effectifs. Par conséquent, on ne formule pas dans cet exercice l'hypothèse d'une détérioration significative de la confiance au Japon. De même, l'incidence d'une hausse de la demande émanant du Japon ne crée pas de tensions supplémentaires significatives sur les cours des matières premières, les cours du pétrole enregistrant une hausse de 0,16 % par rapport au scénario de référence en 2012.

nipponne⁴. Le tableau 5 montre l'incidence sur le PIB et sur l'inflation de cours du pétrole supérieurs de 20 % à leur niveau de référence. Au Japon, le scénario sur le PIB est maintenu identique à celui du premier scénario. Par conséquent, le renchérissement du pétrole entraîne essentiellement une hausse annuelle de 0,6 point de pourcentage de l'inflation en 2011 et en 2012. L'impact sur les prix est légèrement plus important en zone euro, où l'inflation augmente de 0,8 point de pourcentage en 2011 et de 0,5 point de pourcentage en 2012. Le resserrement de la politique monétaire (relèvement de 0,6 point de pourcentage du taux directeur chaque année⁵) et la perte de compétitivité (hausse plus rapide du prix des exportations de la zone euro que de celles de ses concurrents) entraînent un recul du PIB de la zone euro en 2011 (-0,24 %) et en 2012 (-0,46 %) par rapport au scénario de référence. Dans le scénario alternatif, le taux de change effectif de l'euro s'apprécie légèrement (+0,3 % en 2012) tandis que la demande étrangère adressée à la zone euro diminue de 2 % environ par rapport au scénario de référence à l'horizon 2012.

Tableau 5 Choc 2 :
Effets conjugués du choc japonais
et du choc sur les prix du pétrole

(différence en pourcentage par rapport à la valeur de référence)

	2011	2012
PIB		
Japon (= choc)	- 1,13	- 1,42
Monde	- 0,22	- 0,43
États-Unis	- 0,59	- 1,30
Chine	0,12	0,11
Zone euro	- 0,24	- 0,46
Allemagne	- 0,38	- 0,58
France	- 0,33	- 0,49
Inflation		
Japon	0,59	1,14
Monde	1,05	2,19
États-Unis	1,32	2,30
Chine	0,32	1,54
Zone euro	0,76	1,28
Allemagne	0,59	0,86
France	0,70	1,13
Prix du pétrole (dollar par baril)	20,0	20,0

Sources : NIGEM, simulations Banque de France

3| Les perspectives du taux de change à moyen terme

Les fortes répliques et l'augmentation du risque nucléaire qui en a résulté ont entraîné une appréciation immédiate mais temporaire du yen liée à des anticipations de nouveaux rapatriements de fonds (après le séisme de Kobé, les rapatriements de fonds s'étaient élevés à 64 milliards de dollars selon les estimations de JPMorgan). Le yen s'est apprécié pour atteindre un niveau record à 76,75 yens par dollar le 17 mars, contre une moyenne de 82 yens par dollar au cours des semaines précédentes, sans que des rapatriements immédiats de fonds aient été observés. Toutefois, les interventions concertées des banques centrales du G7 le 18 mars 2011 ont réussi à calmer les marchés de change : après avoir atteint son plus haut niveau intrajournalier, soit 20 %, le 17 mars, la volatilité implicite à un mois du taux de change dollar/yen a fortement diminué après l'intervention concertée pour s'établir autour de 10-11 %, niveau équivalent à celui observé avant le séisme. Le taux de change s'est également déprécié rapidement, retrouvant des niveaux proches de ceux constatés avant la catastrophe.

À moyen terme, le yen pourrait avoir plutôt tendance à poursuivre sa dépréciation. Les données de marché ont déjà fourni des signaux allant dans cette direction. Les positions prises par les investisseurs sur le marché des options ont été corrigées depuis le 17 mars dans un sens moins favorable à une appréciation du yen.

- Le risque de retournement (*risk reversal*) à un mois a touché un point bas à - 2 la veille de l'intervention avant de retrouver les niveaux des mois précédents (- 0,96 le 14 avril et - 0,25 le 6 avril). Le risque de retournement du taux de change dollar/yen est structurellement négatif (cela revient plus cher de se couvrir contre une forte baisse du taux de change dollar/yen que contre une forte hausse) en raison de la position d'exportateur structurel du Japon qui conduit les entreprises exportatrices à se couvrir sur le marché des changes afin de se protéger contre une appréciation du yen ;

4 Ce qui a également l'avantage de prendre en considération la situation actuelle dans les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord et ses conséquences pour les cours du pétrole. Dans ce scénario, cependant, les auteurs ne prennent pas en compte l'incidence des chocs pétroliers sur le profil de croissance au Japon car leur réflexion est axée essentiellement sur l'évolution du PIB et de l'inflation dans la zone euro. L'hypothèse permet d'isoler l'« effet Japon » de celui lié aux cours du pétrole.

5 Sur la base d'une stratégie de politique monétaire reposant sur deux piliers

- L'asymétrie (*skew*) des options (le coût de la couverture contre une très forte appréciation du yen est supérieur au coût de la couverture contre une très forte dépréciation) a augmenté après le séisme. L'intervention du G7 le 18 mars a entraîné un rééquilibrage du *smile*⁶ de volatilité qui inclut cependant toujours une distorsion.

Les positions des investisseurs sur le marché international des contrats à terme (*futures*) (Chicago Mercantile Exchange – CME) ont également été corrigées depuis les interventions : les positions nettes étaient longues en yen et avaient légèrement augmenté après le séisme ; elles sont devenues courtes depuis début avril. Toutefois, les positions nettes des investisseurs japonais qui étaient courtes en yen et longues en dollar américain et en dollar australien ont été réduites sur la place financière de Tokyo juste après le séisme et n'ont pas augmenté de nouveau depuis lors.

Une argumentation macroéconomique plus large fait ressortir la même conclusion, à savoir une future dépréciation du yen. Le Japon doit se concentrer sur ses efforts de reconstruction et l'on s'attend donc généralement à ce que la Banque du Japon maintienne ses taux directeurs à un niveau extrêmement bas. De plus, la situation budgétaire pourrait devenir un problème si le Japon n'était pas en mesure de continuer à financer son déficit uniquement de façon interne.

Par ailleurs, l'Australie, l'Europe et les États-Unis font état de résultats économiques meilleurs qu'attendu, confirmant un renforcement lent mais robuste de la reprise et rassurant les investisseurs qui adopteront des stratégies plus risquées. De plus, la plupart des banques centrales envisagent des stratégies de sortie : la BCE a déjà relevé son taux directeur en avril 2011 tandis que la Fed laisse entendre qu'elle pourrait modifier sa politique. Enfin, alors que la restructuration de la dette demeure un problème dans la zone euro, la Chine s'est engagée à continuer d'acheter de la dette espagnole.

En résumé, une amélioration des perspectives économiques globales dans les économies industrialisées, conjuguée à un creusement du différentiel de taux d'intérêt entre le Japon et les autres pays, exercera, à moyen terme, des pressions sur le

yen, entraînant un lent mouvement de dépréciation nominale. On s'attend généralement à ce que le yen s'établisse, au moins, à la valeur moyenne de 94 par euro observée sur la période 2008-2011.

4| La réaction des marchés

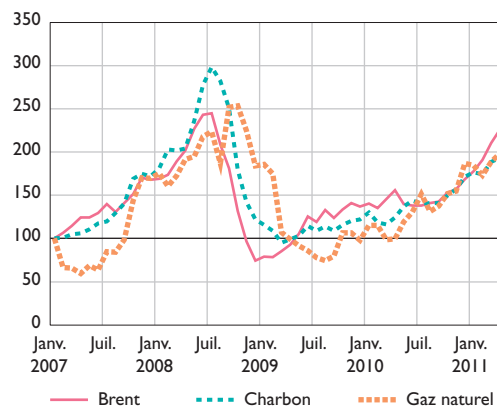
4| I Impact sur les prix de l'énergie et d'autres matières premières

En ce qui concerne le secteur de l'énergie électrique, les dommages et les conséquences du séisme et du tsunami ont été particulièrement graves dans les zones d'activité de la Tokyo Electric Power Company (TEPCO) et de la Tohoku Electric Power Company (Tohoku-EPCO). Ce secteur dépend des centrales électriques au charbon (28 %), du nucléaire (27 %), du gaz, qui provient presque entièrement du gaz naturel liquéfié (26 %), et de l'hydroélectricité (8 %). Après le séisme du 11 mars, onze centrales nucléaires au total ont été fermées, soit 5 % des capacités de production d'électricité du pays.

Le Japon compte parmi les principaux importateurs de matières premières du monde. Selon le marché considéré, sa part dans la demande mondiale se situe entre 5 % et 20 %. Le cours du pétrole devrait être peu affecté, même si l'économie japonaise représente

Graphique 5 Prix des matières premières

(base 100 = janvier 2007)



Source : Datastream

6 Forme graphique de la volatilité en fonction du prix d'exercice

environ 5 % de la demande mondiale. Toutefois, une augmentation de la demande de charbon et de gaz pourrait entraîner une flambée des cours de ces matières premières.

4 | 2 La réaction de la Banque du Japon a limité l'incidence sur les marchés monétaire, obligataire et des CDS

Le marché monétaire japonais : après les mesures d'assouplissement monétaire prises immédiatement par la Banque du Japon, le Libor une semaine, qui de 11,6 points de base était passé à 20,6 points de base le 15 mars, a rapidement diminué les jours suivants pour s'établir à 12,19 points de base le 14 avril. Après la tenue de sa réunion de politique monétaire du 7 avril, la Banque du Japon a annoncé qu'elle accorderait des prêts d'une durée d'un an assortis d'un taux de 0,1 % par an aux banques établies dans les zones sinistrées. Le montant total de ces prêts est fixé à 1 000 milliards de yens (soit 12 milliards de dollars).

La courbe des taux japonais : après le séisme, les rendements ont chuté, en particulier sur la partie intermédiaire de la courbe, et entraîné une légère distorsion, la courbe à 2 ans s'établissant à 0,21 % (- 2 points de base), la courbe à 5 ans à 0,54 % (- 3 points de base), la courbe à 10 ans à 1,30 % (sans changement) et la courbe à 30 ans à 2,24 % (+ 4 points de base). On s'attendait à ce que les compagnies d'assurance vendent leurs obligations assorties des échéances les plus longues juste après le séisme mais ces anticipations ne se sont pas concrétisées.

Après la clôture de l'exercice budgétaire nippon le 31 mars, les taux ont légèrement progressé sur le compartiment 5-10 ans ; la courbe des rendements japonais s'est quelque peu pentifiée, traduisant les anticipations d'une augmentation du montant des adjudications du Japon.

Incidence sur la prime des CDS (Credit default swaps) japonais : certains *hedge funds* et salles de marché des banques ont pris des positions longues sur les CDS japonais qui sont passés de moins de 80 à 94

le 14 mars. La hausse s'est accélérée le 15 mars lorsque les CDS japonais sont montés en flèche, atteignant 110 avant d'enregistrer une correction les 16 et 17 mars. Depuis début avril, le CDS à 5 ans japonais s'établit dans une fourchette comprise entre 85 et 90.

Les mouvements de panique sur les marchés internationaux se sont également rapidement corrigés. L'indice Vix, qui mesure la volatilité implicite des options sur l'indice boursier américain S&P 500 et est souvent utilisé pour mesurer le degré d'aversion au risque, a fortement progressé pour atteindre un point haut à 29 % le 15 mars. Depuis le 18 mars, date de l'action concertée du G7, une correction de cette évolution est intervenue. La baisse des taux d'intérêt internationaux, qui résultait d'un important mouvement de repli vers les valeurs sûres, s'est corrigée depuis. Les marchés boursiers européens et américains avaient fortement chuté mais les pertes ont été effacées par le rebond amorcé le 16 mars.

5 | Les secteurs de l'assurance et de la banque

Les estimations des pertes économiques liées au séisme de Tohoku divergent toujours fortement, le gouvernement japonais ayant fait état d'une fourchette comprise entre 200 milliards et 309 milliards de dollars (3-5 % du PIB) dans une prévision publiée le 23 mars. Ces montants représentent plus de dix fois les pertes constatées après le tremblement de terre au Chili en 2010 (30 milliards de dollars). Néanmoins, les estimations actuelles ne prennent pas en compte le coût d'une catastrophe nucléaire potentielle.

Sur la perte totale, l'assurance contre les séismes et les tsunamis devrait couvrir environ 30 milliards de dollars⁷ selon divers calculs d'agences de modélisation des risques et de conseil⁸. Cela constituerait le sinistre pour cause de catastrophe naturelle le plus grave après l'ouragan Katrina en 2005 (71,2 milliards de dollars) et représenterait les deux tiers de la perte au titre des catastrophes naturelles enregistrée en 2010 (43 milliards de dollars). Près de la moitié des pertes résultent de dommages immobiliers (résidentiel et commercial).

⁷ La plupart des faits et des chiffres relatifs au système d'assurance proviennent d'un travail de consolidation effectué par l'EIOPA depuis le début des événements au Japon.

⁸ AIR Worldwide, EQECAT, Towers Watson

Toutefois, si l'on considère l'ampleur de la catastrophe, les pertes d'assurance peuvent être considérées comme modérées. En effet, les spécificités du système japonais d'assurance contre les séismes limitent l'effort supporté par le secteur privé :

- En ce qui concerne l'assurance dommages sur biens immobiliers et dommages corporels, seule une minorité de ménages ou d'entreprises est couverte pour les séismes et les tsunamis, et leur couverture n'est que partielle (par exemple pour les incendies résultant de séismes). De plus, les indemnités sont versées aux ménages *via* une contrepartie centrale de réassurance (*Japan earthquake reinsurance*) qui couvre une partie des pertes. Finalement, l'État, *de facto*, est garant en dernier ressort.
- Dans le cadre des scénarios de dommages nucléaires, en vertu de la loi japonaise sur le nucléaire de 1961, les opérateurs des centrales ne sont pas tenus responsables des dommages nucléaires provoqués par des « catastrophes naturelles d'ampleur extraordinaire ».
- Il existe une réglementation conservatrice de provisionnement au titre des séismes en vertu de laquelle les assureurs devraient disposer de fonds pour couvrir les pertes qu'ils doivent dédommager.

La conjonction de ces éléments devrait atténuer les pertes encourues.

La part des trois principaux assureurs japonais dans le marché domestique est d'environ 90 %. Toutefois, ils sont largement réassurés au niveau international par des sociétés comme Munich Re, Hannover Re (Allemagne), Swiss Re (Suisse), Berkshire Hathaway (États-Unis), PartnerRe, Everest Re (Bermudes) or Scor (France). Selon Towers Watson, 12 à 15 milliards de dollars devraient être supportés par les réassureurs internationaux.

L'incidence sur les groupes français devrait être limitée (100 millions d'euros pour Axa, 185 millions d'euros pour Scor et 33 millions d'euros pour CCR). Toutefois, il subsiste une forte incertitude, ce qui justifie un suivi attentif de la situation.

Le secteur bancaire ne devrait pas subir de répercussions directes et la Banque du Japon continue de se montrer rassurante. Toutefois, on ne peut exclure des effets de second tour. Selon la Banque du Japon, la part des prêts accordés à la zone sinistrée ne représente que 0,5 % du montant total des prêts bancaires. Néanmoins, l'incidence macroéconomique devrait accroître le coût du risque, en particulier dans certains secteurs (par exemple l'agriculture et l'électricité). En raison de la spécificité des banques japonaises et de leur rôle dans l'économie, les risques de marché associés aux portefeuilles d'actions pourraient constituer un problème épineux pour ces banques en cas de recul excessif des cours boursiers.

Selon la BRI, les créances consolidées sur l'étranger détenues sur le Japon représentaient 875,7 milliards de dollars à fin septembre 2010, la France étant le pays européen présentant l'exposition la plus forte (170,3 milliards de dollars sur un total de 521,3 milliards de dollars pour l'ensemble des banques européennes). Les expositions des banques françaises sont principalement constituées de titres (titres de créance, actions) et la moitié sont des créances sur le secteur public. Toutefois, ces expositions ne représentent qu'une petite partie de leur bilan (moins de 3 %) et les inquiétudes relatives à la solvabilité de l'État japonais restent mesurées. Aucune perte importante n'a été déclarée jusqu'ici.

Enfin, il convient de considérer les titres qui sont liés aux événements survenus au Japon et pourraient avoir une incidence sur les institutions financières, les banques et les assurances. Au moins onze obligations catastrophe (*cat bonds*) et autres titres liés aux assurances, pour un montant notionnel de 1,7 milliard de dollars pourraient être concernés, bien que dans leur grande majorité il s'agisse de titres dont le remboursement dépend de la survenance de plusieurs événements et pas uniquement de ce séisme (mais leur valeur a tout de même diminué, les investisseurs risquant de subir des moins-values en cas de nouvelle catastrophe). Les titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (CMBS) japonais ont également été déclarés en défaut.

6| Les répercussions sur d'autres économies

6|1 Conséquences sur les échanges internationaux

Le Japon demeure le quatrième pays exportateur. Sa part dans les exportations mondiales s'est établie à près de 5 % en 2008. Il est fortement engagé dans les échanges régionaux avec l'Asie mais ne représentait en 2008 que 2,5 % des exportations de la zone euro (1,6 % des exportations de la France).

En ce qui concerne les importations, le Japon est une source importante de demande d'énergie, de matières premières et de produits alimentaires (cf. section 4|1). Dans le secteur des produits alimentaires, le Japon, pour des raisons culturelles et sous l'effet du protectionnisme, est autosuffisant pour son approvisionnement en riz. Si la région de Fukushima et l'ensemble des préfectures avoisinantes devaient cesser de produire du riz en raison de la contamination des sols par la radioactivité (ainsi que, à moyen terme, à cause de la salinisation des zones inondées par le tsunami), le Japon perdrait 30 % de sa production totale. Si d'autres régions ne pouvaient compenser cette perte, les importations supplémentaires correspondraient à près de 9 % du total des importations mondiales. Dans ce scénario extrême, comme le riz fait l'objet de peu d'échanges et bien que cela ne représente que moins de 0,5 % de la production mondiale, les cours mondiaux pourraient être fortement affectés.

En ce qui concerne l'industrie, il est à noter que le Japon occupe une position de force pour les biens d'équipement et les pièces et composants. Son poids dans les échanges de pièces et composants reflète son rôle dans la division internationale du travail (parmi les points forts figurent les systèmes de transmission pour les véhicules, les produits chimiques, les composants électriques et électroniques, etc.). Dès lors, l'amplitude du choc dépendra du degré de perturbation affectant les chaînes d'approvisionnement japonaises.

Une forte désorganisation des entreprises japonaises dans les secteurs précédemment mentionnés pourrait, au moins temporairement, profiter aux entreprises des pays dont la spécialisation est proche de celle

du Japon, les exportateurs allemands, par exemple. De fait, parmi les grands pays industrialisés, c'est l'Allemagne qui présente le profil de spécialisation le plus proche de celui du Japon.

Il convient de ne pas s'inquiéter exagérément des perturbations affectant les chaînes d'approvisionnement : contrairement à un choc de demande, un choc d'offre survenant dans un pays ne touche qu'un nombre limité de produits ; les stocks jouent un rôle d'amortisseur (et non de multiplicateur comme lors de la crise mondiale liée à la demande en 2008-2009) ; et enfin, la flexibilité des chaînes mondiales d'approvisionnement ne devrait pas être sous-estimée.

6|2 Effets potentiels sur les autres économies d'Asie

Les premières estimations de l'impact économique de la crise japonaise sur les pays émergents d'Asie font état de conséquences limitées.

Impact sur les échanges financiers et commerciaux

Le Japon est un partenaire financier et commercial important des économies émergentes d'Asie et l'incidence de la catastrophe au Japon sur la région devrait être globalement négative.

Le Japon joue un rôle majeur en termes d'investissements dans les pays de l'ASEAN. Le pays a été le principal fournisseur d'investissements directs bilatéraux à destination de la région, avec 11,5 % des investissements directs étrangers (IDE) en 2007-2009, avant les États-Unis (10,1 %) et la Chine (3,2 %). Symétriquement, le stock d'IDE au Japon en provenance de l'ASEAN est élevé, s'établissant à 11 milliards de dollars à fin 2009, principalement en provenance de Singapour.

Le Japon est également un partenaire commercial important de la région. En 2009, le Japon a été le deuxième partenaire commercial de l'ASEAN (10,5 % du total des échanges de l'ASEAN), après la Chine (11,6 %). Les États-Unis sont arrivés en troisième position avec 9,7 % des échanges.

Le Japon est le premier contributeur bilatéral de la région en termes d'aide officielle au développement. Les aides promises à la région ont atteint 6,5 milliards pour 2011. L'Agence d'aide du Japon effectue 60 % de ses opérations en Asie, avec une part importante dans les pays de l'ASEAN.

Toutefois la croissance économique de la région ne devrait pas être affectée de façon significative.

À court terme, la crise devrait exercer un effet temporaire négatif sur la production industrielle en raison de perturbations de la chaîne d'approvisionnement. Ces perturbations ont déjà touché Taïwan, la Corée du Sud et Singapour qui dépendent le plus des produits japonais (entre 15 % et 20 % du total de leurs importations sur la période comprise entre 2006 et 2010), important du Japon des composants essentiels pour produire des biens intermédiaires. Au cours de l'année, les effets sur les échanges devraient *a priori* s'atténuer en raison d'un effet de rattrapage attendu au second semestre.

Les répercussions sur les échanges ne devraient se manifester que dans certains secteurs. Les liens commerciaux entre le Japon et les pays de la région d'Asie-Pacifique seront peu affectés.

S'agissant des exportations, le Japon a représenté entre 2006 et 2010, entre 15 % à 20 % du total des exportations de l'Australie, de l'Indonésie et des Philippines.

L'importance relative des liens commerciaux de l'Asie émergente avec le Japon a diminué au cours des dix dernières années avec l'avènement de la Chine en tant que puissance régionale majeure.

La Chine est le principal partenaire commercial du Japon : les échanges bilatéraux représentent

un cinquième du total des échanges du Japon. En 2010, 7 % des exportations chinoises étaient à destination du Japon et 13 % des importations en provenaient (depuis le début de la crise en 2008, la Chine exporte deux fois plus que le Japon en valeur). La moitié des échanges bilatéraux est constituée de machines, d'équipements et de produits électroniques. Toutefois, l'incidence du séisme au Japon sur l'économie chinoise apparaît limitée. Avec un taux de croissance de +10,3 % en 2010, qui, selon les prévisions, devrait s'établir à +9,6 % en 2011, la croissance chinoise ne devrait pas être fortement affectée par la crise au Japon (ses principaux partenaires commerciaux étant l'Union européenne et les États-Unis, le Japon arrivant en troisième position).

Principaux secteurs affectés

La plupart des exportations des pays d'Asie à destination du Japon sont constituées de matières premières et de composants intermédiaires destinés aux secteurs de l'électronique et de l'automobile. Une perte de confiance sur le marché intérieur japonais pourrait exercer des effets immédiats et importants sur la demande du Japon au moins pour les importations finales et pourrait donc peser sur la demande adressée à ses partenaires commerciaux. Par ailleurs, une baisse de la production japonaise pourrait avoir des effets positifs sur les partenaires commerciaux présentant une structure d'exportation similaire si la demande du reste du monde reste forte. Les entreprises japonaises ont des liens étroits avec d'autres entreprises de la région (en particulier celles de la Corée du Sud et de Taïwan) pour la production de téléphones portables, de téléviseurs et de biens électroniques. La production d'entreprises concurrentes principalement situées à Taïwan, à Singapour et en Corée du Sud pourrait, à terme, tirer profit d'un ralentissement de l'activité au Japon.

Synthèse du colloque international de la Banque de France

« Face aux déséquilibres mondiaux : quelle régulation ? » le 4 mars 2011

William R. WHITE

Président

Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement, OCDE

Le VI^e colloque international de la Banque de France s'est tenu à Paris le 4 mars dernier sur le thème « Face aux déséquilibres mondiaux, quelle régulation ? »¹. À partir de ce thème général, les intervenants et participants ont abordé les enseignements qui peuvent être tirés de la crise dans les domaines du système monétaire et financier international et dans celui de la coordination économique et financière. Ces thèmes, comme l'a souligné Christian Noyer dans son introduction, s'inscrivent également dans l'agenda de la présidence française du G20.

Ce VI^e colloque a rassemblé des représentants de pays avancés et émergents, de banques centrales ou d'organisations internationales et de l'Université, du secteur public et privé.

Il a permis de faire un bilan d'étape des points d'accords et de désaccords à mi-parcours de la présidence française du G20, mais également de proposer des analyses originales et des idées nouvelles.

William White a conclu ce colloque par une synthèse que nous reproduisons ici.

Mots-clés : déséquilibres mondiaux, coordination des politiques économiques, système monétaire international, régulation financière, politique macroprudentielle

Codes JEL : F32, F34, F42, F55, G18, E58

¹ Programme et interventions sont disponibles sur <http://www.banque-france.fr/fr/publications/revues/seminaires-et-colloques/html/seminaires/2011/colloque-Banque-de-France-face-aux-desequilibres-mondiaux-quelle-regulation-programme.asp>

Je remercie le gouverneur de la Banque de France de m'avoir confié la conclusion de ce prestigieux colloque. C'est un honneur pour moi. Il y a un certain nombre d'années, mon collègue de la BRI, Andrew Crockett, avait réalisé la brillante synthèse d'une conférence de la Banque du Japon. Quand je l'ai interrogé à ce sujet, il m'a répondu par une boutade, affirmant qu'on se facilite la tâche en présentant aux intervenants les propos qu'ils auraient dû tenir plutôt que ceux qu'ils ont effectivement prononcés. Aujourd'hui, je m'en tiendrai essentiellement à ce qui a été dit, même s'il m'arrivera parfois de m'en éloigner. Je ne prétends pas comprendre totalement les origines de la crise actuelle, ni savoir où elle pourrait nous mener². Je citerai à cet égard une phrase de Keynes, de 1931, qui me semble encore pertinente aujourd'hui³ : « Nous sommes plongés dans un affreux pétrin, car nous avons commis une lourde erreur dans la gestion d'une machine complexe dont nous ne comprenons pas le fonctionnement ». Cette conférence nous donne au moins l'occasion de réexaminer certains aspects que nous pensions comprendre.

Mon intervention d'aujourd'hui sera linéaire, au sens où je vais résumer le débat sur les sujets abordés lors des quatre sessions successives. En revanche, de nombreux participants ont fait des commentaires qui concernaient, en fait, d'autres sessions que la leur. Ce n'est pas une critique. Il s'agit d'une illustration du fait que dans le monde réel, pratiquement toutes les variables sont endogènes. La complexité de l'économie, perçue comme un système de variables réelles et financières fortement interdépendantes, contribue également à expliquer les limites actuelles auxquelles se heurte notre compréhension⁴.

I | Quels déséquilibres après la crise ?

Cette question, à mon avis, revient à se demander « Quel est le problème ? ». Logiquement, il faut y répondre avant de formuler des propositions quant



aux mesures à prendre. La question pose clairement le principe que des « déséquilibres » d'une certaine nature sont la cause fondamentale du problème, ce qui constitue, en fait, une avancée considérable sur le plan de l'analyse. Aujourd'hui, Lorenzo Bini Smaghi, Kiyohiko G. Nishimura et Kenneth Rogoff nous ont rappelé que les modèles macroéconomiques communément utilisés dans les universités, les banques centrales et les institutions financières internationales n'intègrent pas, en fait, de déséquilibre d'importance significative. L'intitulé de cette session sous-entend la nécessité de modifier ces modèles, et de façon fondamentale.

Si l'on accepte que les déséquilibres constituent un problème, doit-on se préoccuper uniquement des déséquilibres extérieurs (les déséquilibres commerciaux mondiaux) ou également des déséquilibres internes ? Dans leurs commentaires d'aujourd'hui, Olivier Blanchard, Jacob A. Frenkel,

² Cf. White (2010b)

³ Cf. Keynes (1931)

⁴ Buchanan (2002) donne des indications utiles relatives aux propriétés qui semblent caractériser l'ensemble des systèmes complexes. Premièrement, la fréquence des coûteuses crises systémiques varie inversement avec les coûts c'est-à-dire la puissance de la crise. Deuxièmement, l'importance inhérente aux événements déclencheurs ne présente pas de corrélation avec l'ampleur de la crise qui en résulte. Troisièmement, il est impossible de prévoir le calendrier des crises.

Nouriel Roubini et Axel Weber ont tous soutenu que les déséquilibres extérieurs trouvent leur source dans les déséquilibres intérieurs. De plus, selon Pierre-Olivier Gourinchas et Olivier Blanchard, dans la mesure où le problème des déséquilibres extérieurs doit être traité à part, il a trait aussi bien à des mouvements perturbateurs de capitaux (entraînant des expositions internationales brutes) qu'à des déséquilibres commerciaux (entraînant des expositions internationales nettes). En résumé, le problème des déséquilibres présente de multiples facettes.

S'agissant de la nature des déséquilibres internes, Jacob Frenkel, notamment, a remarqué leur grande diversité. Les déséquilibres financiers comprennent, entre autres, la surévaluation des actifs et le surendettement des institutions financières. Parmi les déséquilibres réels figurent la faiblesse anormale des taux d'épargne des ménages dans de nombreux pays et le niveau anormalement élevé du taux d'investissement en capital fixe en Chine. Cette situation entraîne des déséquilibres de la structure de production, c'est-à-dire que certains secteurs (comme la construction dans de nombreux pays) se sont trop développés par rapport à la demande sous-jacente.

L'impression générale qui ressort de cette journée, étayée par des travaux universitaires, est que ces déséquilibres trouvent leur origine dans une création excessive de crédit, rendue possible, en définitive, par un système monétaire fiduciaire non adossé à des actifs. Certes, l'histoire économique conforte de plus en plus ces thèses⁵. Il existe en effet une littérature de plus en plus abondante sur les crises économiques passées de grande ampleur. Toutefois, nous pouvons également avoir recours à l'histoire de la pensée économique⁶. En effet, avant-guerre, de nombreux théoriciens du cycle d'activité ont suggéré que des forces liées au crédit étaient responsables, finalement, de perturbations économiques majeures.

Comment ces déséquilibres créent-ils des problèmes ? Jacob Frenkel l'a énoncé très succinctement : « ils sont une menace pour une croissance durable ».

Fondamentalement, une phase d'expansion tirée par le crédit se transforme en récession, cette dernière étant de façon générale plus prononcée si le système financier lui-même a été affaibli au cours du processus⁷. En outre, des indications de plus en plus nombreuses donnent à penser que le niveau du PIB potentiel serait lui aussi affecté de façon significative par ces crises⁸. Enfin, il convient de noter que le coût élevé des crises est lié aux interactions entre déséquilibres réels et financiers lors des phases d'expansion comme de recul de l'activité. Pendant la crise actuelle, les tensions sont d'abord apparues dans la sphère financière avant de se propager à la sphère réelle. Dans le passé, néanmoins, le modèle de contagion inverse a été tout aussi fréquemment observé⁹. Par conséquent, si la stabilité financière est importante, elle ne constitue toutefois pas une condition suffisante pour éviter des résultats macroéconomiques désastreux¹⁰.

La dernière question soulevée au cours de cette session consistait à déterminer à quel stade des problèmes posés par les déséquilibres nous nous trouvons. Pour quelques participants, relativement optimistes, les déséquilibres ne constitueraient plus une menace et la croissance mondiale actuelle serait soutenable. D'autres, notamment Jacob Frenkel et Nouriel Roubini, se sont montrés beaucoup plus sceptiques. Pour ces deux économistes, en effet, tous les déséquilibres observés au début de la crise, en 2007, sont encore présents à l'heure actuelle. Certains ont même suggéré que les mesures prises par les autorités face à la crise pourraient bien avoir aggravé les problèmes sous-jacents auxquels nous restons confrontés. Ainsi, selon Nouriel Roubini, les politiques keynésiennes de relance de la demande ne servent qu'à temporiser. Il a également été remarqué que notre arsenal macroéconomique traditionnel se retrouve largement dégarni. Les taux d'intérêt réels sont nuls voire négatifs, la taille des bilans des banques centrales s'est considérablement développée, et les dettes souveraines de nombre de pays ont désormais pris une telle ampleur que toute stimulation supplémentaire est exclue, même en cas de nouveau ralentissement de l'économie.

5 Cf. Reinhart et Rogoff (2009) ainsi que Schularick et Taylor (2009) et les Perspectives de l'économie mondiale (2009)

6 Pour une revue de cette littérature, cf. Laidler (1999). Von Mises et Hayek (l'école « autrichienne ») ont joué un rôle important dans ce courant de pensée, tout comme Robbins et Dennis Robertson au Royaume-Uni.

7 Cf. Reinhart et Reinhart (2010) et les commentaires de White (2010c)

8 Cf. Cerra et Saxena (2008)

9 Selon Reinhart et Rogoff, la moitié environ des fortes récessions considérées ont commencé dans la sphère réelle. Citons à cet égard la Grande crise, aux États-Unis, qui a débuté en 1929 et a été fortement aggravée par l'effondrement du système bancaire en 1931.

10 En fait, ni la stabilité des prix ni la stabilité financière ne suffisent pour permettre d'éviter les mauvais résultats macroéconomiques. Sur la stabilité des prix, cf. White (2006)

2| Le défi de la surveillance et de la coordination

Cette session a été axée sur la prévention des crises. Comment pouvons-nous éviter que la situation actuelle ne se reproduise ? En principe, ce sujet n'a rien à voir avec la gestion d'une crise en vue d'une sortie efficace. Dans la pratique, toutefois, comme Jacob Frenkel et Nouriel Roubini l'ont indiqué, il existe un lien entre les deux, en ce sens que certaines mesures conçues pour modérer la crise actuelle vont accroître les pertes attendues des futures crises. Par exemple, encourager l'accumulation de davantage de dette (publique ou privée) au cours d'une récession va renforcer la probabilité d'une crise future et accroître ses coûts si jamais elle survient.

Une grande partie de la session a été consacrée à quatre séries de problèmes auxquels sont confrontées les instances chargées de la prévention des crises. Dans des travaux précédents, j'ai appelé ces défis le problème de la prise de conscience, le problème de l'identification, le problème de la volonté d'agir et le problème de la coordination. Dans tous ces domaines, les participants ont indiqué que des progrès importants avaient été réalisés mais que néanmoins, beaucoup restait à faire.

Le problème de la *prise de conscience* est lié au fait que les autorités doivent disposer d'un cadre d'analyse adéquat. Sont-elles conscientes que la stabilité des prix et la stabilité financière, tout en étant souhaitables, ne suffisent pas pour éviter les graves problèmes macroéconomiques découlant de l'évolution du cycle de crédit ? En d'autres termes, l'éventail des déséquilibres, servant d'indicateurs de problèmes potentiels, est-il assez étendu pour prendre en compte tous les dangers susceptibles d'apparaître ? Comme indiqué précédemment, certains responsables semblent plus réceptifs que d'autres aux propositions concernant les déséquilibres.

Par exemple, considérons trois des plus grandes banques centrales du monde ¹¹. Le Système fédéral de réserve conduit la politique monétaire en s'appuyant pratiquement sur un pilier unique, l'écart de production. Dans ce cadre, les déséquilibres ne jouent aucun rôle. En revanche, la Banque du Japon a deux « perspectives », qui prennent en compte non

seulement l'écart de production, mais aussi l'ensemble des forces liées à l'évolution du crédit responsables de la dernière crise qu'a connue ce pays. Enfin, la BCE paraît se situer inconfortablement entre les deux. Son deuxième pilier a évolué, le suivi de la masse monétaire comme indicateur d'inflation future évoluant vers un suivi du crédit comme indicateur des déséquilibres futurs. Toutefois, je ne sais pas très bien où en est actuellement ce processus d'évolution.

Le problème de l'*identification* a trait à la nécessité d'établir (avec un degré de certitude suffisant pour justifier une réponse de politique économique) si des problèmes sont effectivement en train de s'accumuler. À cet égard, un certain nombre de commentateurs ont fait état de progrès significatifs. Charles Goodhart a remarqué, concernant certains aspects de Bâle III, qu'ils constituaient une nette avancée par rapport à Bâle II. Olli Rehn a expliqué sans complaisance le « comment » et le « pourquoi » de l'échec des autorités européennes à voir venir la crise. Surtout, il a également indiqué clairement les enseignements qu'elles entendaient tirer de ces expériences pour améliorer leurs capacités en matière de surveillance. Enfin, parmi les progrès réalisés, je mentionnerai la multiplication prometteuse des travaux de recherche relatifs aux indicateurs de crises économiques et financières futures ¹².

Toutefois, d'importants problèmes subsistent. Lorenzo Bini Smaghi a présenté une réflexion sur le fait que les tests de résistance (*stress tests*) des institutions financières, tout comme les estimations de la solidité budgétaire des États, peuvent être extrêmement trompeurs. En effet, pendant la phase d'expansion, ces indicateurs semblent très satisfaisants, mais la phase de récession modifie radicalement les perceptions, comme le montre l'exemple des banques et des États en Espagne et en Irlande, avant et après la crise. Choongsoo Kim a également mentionné d'autres problèmes qui compliquent l'identification des problèmes menaçant le secteur financier. Il a notamment évoqué la complexité, l'opacité, l'innovation constante et la tendance des prêteurs à dissimuler les problèmes en consentant de nouveaux prêts pour renouveler les anciens.

Choongsoo Kim a également fait spécifiquement référence aux difficultés inhérentes à l'identification de vulnérabilités systémiques. Elles sont liées

¹¹ Pour une analyse plus approfondie, cf. White (2010a)

¹² Cf. Borio et Dhremann (2009) et Barell et al. (2010)

aux interdépendances et aux chocs partagés, qui sont difficiles à suivre et à évaluer¹³. Dans ce contexte, il n'est peut-être pas surprenant que les mesures proposées pour traiter le risque systémique dans le cadre de Bâle III soient, à l'heure actuelle, très incomplètes. En effet, elles ressemblent beaucoup à de simples ajouts à ce qui correspond, pour l'essentiel, à des mesures microéconomiques traditionnelles¹⁴.

Le problème de la *volonté d'agir* a trait à une attitude passive, même après que des problèmes potentiellement graves ont été mis en évidence. En fait, Charles Goodhart était tellement convaincu de l'importance de cette question qu'il a affirmé que les exigences de fonds propres contracycliques dans le cadre de Bâle III étaient inutiles parce qu'elles ne seraient jamais mises en œuvre par les autorités nationales. Comment expliquer cette passivité des autorités ? Selon Charles Goodhart, l'une des raisons, d'origine interne, en est qu'il serait fortement impopulaire de durcir la politique pendant la phase d'expansion dont beaucoup tirent grand profit. Cette passivité tient également à des facteurs internationaux. Le durcissement de la réglementation dans le pays A sera immédiatement critiqué parce qu'il confère un avantage au pays B. En ce qui concerne le resserrement de la politique monétaire, José De Gregorio a remarqué que cette stratégie fait augmenter le taux de change réel et réduit la compétitivité. À tout le moins, beaucoup trouveraient ces conséquences fâcheuses. D'autres ont suggéré (voir plus loin) que le durcissement de la politique monétaire pourrait s'avérer inefficace s'il attirait trop de capitaux étrangers.

Face à toutes ces incitations à la passivité, Charles Goodhart a conclu que la régulation macroprudentielle devrait être guidée par des règles autant que par des mesures discrétionnaires¹⁵. Il a également suggéré qu'à l'avenir, les régulateurs soient tenus de justifier publiquement toute décision de ne pas suivre les règles adoptées auparavant¹⁶.

Enfin, l'efficacité de la surveillance se heurte à un problème de coordination. J'aborderai les aspects

nationaux de ce point dans la prochaine section. Je m'attacherai ici uniquement aux commentaires qui ont porté sur la coordination internationale. Nombre de participants ont fait état d'importants progrès réalisés à ce stade. Dans son introduction, Christian Noyer en a présenté une remarquable vue d'ensemble. De même, Mario Draghi a souligné les importantes contributions du Conseil de stabilité financière (CSF) et Choongsoo Kim les importantes réalisations du processus du G20. Dans le même ordre d'idées, Choongsoo Kim a également indiqué combien les mesures concertées au niveau international, baisses de taux d'intérêt et *swaps* de change, avaient contribué à limiter les dégâts au plus fort de la crise.

Néanmoins, nombre de participants ont souligné qu'il restait beaucoup à faire. Mario Draghi a présenté le programme de travaux que le CSF a l'intention d'entreprendre. Plus fondamentalement, Olivier Blanchard et Martin Wolf ont souligné que l'absence d'un modèle analytique partagé (« quel est le problème ? ») pouvait faire obstacle à des solutions coordonnées. Mario Draghi, Jacques de Larosière et Choongsoo Kim ont remarqué la réticence des pays à renoncer aux objectifs souverains en l'absence d'une crise avérée. Finalement, Franklin Allen a souligné la réticence des pays avancés à restructurer l'architecture financière internationale pour prendre en compte de façon appropriée le pouvoir économique accru des nouvelles économies émergentes. Cela a fait obstacle à la coopération internationale parce que beaucoup de pays émergents ne font pas confiance aux institutions comme le FMI, se sentant exclus de leurs organes dirigeants.

3| Le rôle des banques centrales : les enseignements de la crise

Décider ce que devrait être l'action des banques centrales en matière de prévention des crises dépend de ce que l'on considère comme étant le problème à traiter. Pour utiliser une distinction établie par Janet Yellen¹⁷, le problème a-t-il des racines

13 Kim a élargi le propos, indiquant que les interdépendances et les chocs peuvent également avoir des origines sociales et politiques, et vice versa. Considérons l'incidence sur les prix du pétrole des événements politiques récents au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, et le fait que ces événements ont été en partie déclenchés par le renchérissement des produits alimentaires, qui résultait de la hausse de la demande. En bref, les endogénéités vont bien au-delà de la sphère économique.

14 Cf. Hellwig (2010)

15 Ce qui est conforme à Brunnermeier et al. (2009)

16 On trouvera également des suggestions de cette nature dans différents rapports annuels de la BRI.

17 Bien entendu, cette distinction est profondément enracinée dans la littérature universitaire. Cf. Padoa-Schioppa (2010)

monétaires, financières ou les deux ? En d'autres termes, les crises sont-elles susceptibles d'être endémiques dans notre système monétaire actuel ou sont-elles fondamentalement liées à un échec de la régulation ? Dans le premier cas, le problème est macroéconomique et touche à la fois le système financier et l'économie réelle. De toute évidence, dans la mesure où ce diagnostic est exact, les banques centrales devront jouer un rôle plus fondamental.

Une question importante qui a été soulevée était de savoir si les banques centrales doivent modifier les taux pour freiner une croissance du crédit jugée excessive. Jean-Pierre Landau, Charles Goodhart et Athanasios Orphanides semblent tous répondre par la négative. Dans sa présentation, Olivier Jeanne a même fait référence à cette conclusion comme « faisant partie du consensus d'après crise ». Ces participants ont tous semblé privilégier l'utilisation d'instruments macroprudentiels dans de telles circonstances.

J'ai émis des réserves sur ces conclusions en d'autres occasions¹⁸ et je n'ai pas changé d'avis à ce sujet. L'argument théorique fondamental a été présenté ci-dessus. Dans la pratique, les instruments macroprudentiels visant à limiter les excès en matière de croissance du crédit, s'ils sont certainement utiles, s'avéreront, finalement, insuffisants si les perspectives de gains en cas de contournement sont assez importantes¹⁹. Il est probable qu'en fin de compte, il sera nécessaire d'utiliser à la fois des instruments monétaires et macroprudentiels. Toutefois, la question de savoir dans quel ordre et dans quelles proportions reste de toute évidence ouverte.

Lorenzo Bini Smaghi et Athanasios Orphanides ont soulevé une autre question importante, celle de savoir comment les banques centrales doivent réagir aux chocs d'offre²⁰. Ce point est étroitement lié à la question de savoir si « la stabilité des prix suffit » pour guider la conduite des banques centrales. Lors du dernier colloque international de la Banque de France²¹, j'ai affirmé que la faiblesse de l'inflation observée dans les

économies de marché avancées avant 2007 était due en grande partie à la forte croissance de la productivité dans des économies auparavant gérées par l'État. En fait ces évolutions permettaient de produire une déflation « bonne » et non « dangereuse »²². En tout état de cause, les banques centrales du monde entier ont contré ces évolutions des prix par des politiques inhabituellement accommodantes, contribuant ainsi largement au problème des déséquilibres qui continue de se poser à nous. Les premiers travaux sur ce sujet méritent plus d'attention qu'ils n'en ont reçu²³.

Une dernière question était celle du rôle qui devrait être assigné aux banques centrales dans l'activation et la gestion d'instruments macroprudentiels. La plupart des commentateurs semblent penser que les banques centrales devraient jouer un rôle important, pour des raisons différentes toutefois. Jean-Pierre Landau a remarqué que les instruments monétaires et les instruments macroprudentiels ne sont pas indépendants en ce sens que les uns et les autres influent sur les dépenses. Par conséquent, leur utilisation nécessite une certaine coopération (voire même une coordination). Athanasios Orphanides a abondé dans ce sens, car il estime que les dirigeants de banque centrale ont une orientation plus macroéconomique que les régulateurs. De plus, en matière d'instruments, ils ont actuellement un degré d'indépendance élevé par rapport à la sphère politique. Cela les aidera pour traiter le problème de la volonté d'agir²⁴. Olivier Jeanne a toutefois présenté une argumentation opposée. Selon lui, les banques centrales risqueraient quand même de tomber sous influence, non de l'État mais du secteur financier.

4 | Vers quel système monétaire international ?

Martin Wolf (modérateur de la session) a indiqué que le système monétaire international actuel est très différent de celui qui recueillait l'essentiel des suffrages

18 White (2009)

19 Si, selon les termes de Wicksell, l'écart entre le taux d'intérêt naturel et le taux financier est suffisamment important, les instruments macroprudentiels et le contrôle des mouvements de capitaux subiront des fuites importantes.

20 Le choc spécifique évoqué par Lorenzo Bini Smaghi était une baisse du niveau potentiel de production dans les économies de marché avancées, favorisé dans une certaine mesure par la croissance plus élevée des économies de marché émergentes. Il a ensuite conclu que cela pourrait fournir une justification à des politiques monétaires plus restrictives dans les économies de marché avancées.

21 Cf. White (2008)

22 Cf. Borio et Filardo (2004)

23 Selgin (1999) a passé en revue cette littérature. Cf. également Beckworth (2008). Haberler (1986) affirme qu'il s'agissait de l'élément déterminant qui avait permis à Hayek, presque seul dans ce cas, de prévoir la Grande crise aux États-Unis.

24 Paul Volker a également soutenu cet argument. Cf. Volker (2011)

après l'effondrement de Bretton Woods. En effet, le système aurait dû comporter des taux de change flottants, les politiques monétaires nationales étant ancrées à une cible nominale, sans que les réserves de change ne jouent vraiment de rôle. Au lieu de cela, le système actuel associe la peur du flottement, des politiques monétaires fortement contraintes par des considérations internationales et une accumulation sans précédent de réserves de change.

Ces divergences exceptionnelles suffiraient, en elles-mêmes, pour attester de l'importance du sujet traité dans cette session. De plus, en tant que justification complémentaire, il a été suggéré à maintes reprises au cours de la journée que les déséquilibres extérieurs et domestiques auxquels il a été fait référence précédemment auraient été moindres si le système monétaire international avait imposé davantage de discipline, tant aux débiteurs qu'aux créanciers. Ce sont peut-être Franklin Allen et Pierre-Olivier Gourinchas qui ont le plus mis l'accent sur cette dimension internationale, mais Jacob Frenkel, Christian Noyer, Axel Weber et Janet Yellen ont également considéré qu'elle avait fortement contribué à la genèse de la crise.

Plus spécifiquement, l'investissement a été très faible dans les économies de marché avancées au cours des vingt années qui ont précédé la crise²⁵. En outre, alors même que la demande globale s'affaiblissait, la mondialisation a entraîné une augmentation de l'offre globale. Les banques centrales des économies de marché avancées ont réagi en menant des politiques monétaires très accommodantes (notamment le Système fédéral de réserve). Confrontées à des pressions à la hausse sur leur taux de change, nombre d'économies de marché émergentes, dont la Chine, ont réagi par des politiques monétaires également accommodantes et des interventions massives sur les changes. Les réserves étant ensuite réinvesties dans les économies de marché avancées, il s'est produit une expansion véritablement mondiale du crédit, avec tous les effets secondaires qu'on a pu constater.

Comme dans les sessions précédentes, la discussion a moins porté sur la manière de sortir des difficultés actuelles que sur la future réforme du système monétaire international²⁶. À cet égard, un certain nombre de

participants ont noté deux points difficiles que toute réforme importante devrait prendre en compte.

Le premier, auquel ont fait allusion Jacques de Larosière et Lorenzo Bini Smaghi, est que l'hypothèse de la parité des taux d'intérêt non couverte n'est valable que sur des périodes très longues. Les implications en sont nombreuses et importantes, comme l'ont indiqué en particulier José De Gregorio et Xiaolian Hu. Les mouvements internationaux de capitaux n'accroissent pas nécessairement le bien-être parce qu'ils peuvent entraîner des épisodes coûteux d'expansion-contraction. En outre, il est probable que ces crises seront plus sévères dans les économies de marché émergentes. Qui plus est, dans ces circonstances, les taux de change flottants sont susceptibles d'afficher une volatilité préoccupante. Enfin, le durcissement de la politique monétaire pourrait dans certains cas aller à l'encontre du but recherché si les entrées de capitaux entraînent un assouplissement des conditions de crédit. Face à cet échec du marché, Michel Camdessus, José De Gregorio, Xiaolian Hu et Jacob Frenkel se sont tous demandé si cette situation pourrait dans une certaine mesure justifier le recours au contrôle des mouvements de capitaux. Auquel cas, Michel Camdessus a ajouté qu'il serait également nécessaire de disposer de critères approuvés au niveau international pour déterminer à quel moment recourir à ces contrôles.

Le deuxième point a été mentionné par Jacob Frenkel, Pierre-Olivier Gourinchas, Olivier Jeanne et Nouriel Roubini : le temps commence à manquer pour procéder à des réformes. Le dollar des États-Unis a certes conservé son statut de monnaie refuge pendant la crise, mais les inquiétudes grandissent quant à son futur statut. Les États-Unis enregistrent des niveaux considérables de déficit et d'endettement à tous les niveaux de l'État et le Système de réserve fédéral a également acheté une part sans précédent de la dette souveraine. Olivier Jeanne a soulevé la possibilité de l'émergence d'un problème de type « peso » et de son corollaire, une hausse brutale de la prime de risque. Il a indiqué qu'il ne connaissait pas d'exemple d'une banque centrale poussant son pays à la faillite en refusant de racheter ses obligations d'État.

Quelles suggestions positives de réforme pourrait-on formuler ? Franklin Allen, qui a souligné le rôle

25 Pour une analyse plus exhaustive, cf. White (2008)

26 La France préside le G20 en 2011 et le gouvernement français a fait part de son vif intérêt pour ce sujet.

des facteurs internationaux dans la crise actuelle, a suggéré diverses mesures visant à convaincre les pays qu'ils n'ont pas besoin d'accumuler de niveaux élevés de réserves de change pour des motifs de précaution. Enfin, il a soutenu l'idée d'un filet de sécurité international reposant sur le FMI. De façon assez surprenante, Choongsoo Kim a remis en cause cette approche en remarquant que de nombreux pays ont accumulé des réserves à des fins de concurrence plutôt que pour des motifs de précaution.

Xiaolian Hu a soulevé la question du rôle que devraient jouer les émetteurs de la monnaie de réserve internationale. Selon elle, il conviendrait que les États-Unis soient attentifs aux implications internationales de leurs politiques nationales. Faute de quoi, il serait préférable de remplacer le dollar par une nouvelle monnaie (comme le DTS) qui serait régie par une instance internationale plutôt que nationale. En réponse, Martin Wolf, Jacques de Larosière, Kiyohiko Nishimura et Janet Yellen ont tous remarqué que la responsabilité des déséquilibres n'incombait pas aux seuls débiteurs. Les systèmes de l'étalon-or et de Bretton Woods ont tous deux échoué dans une large mesure parce que les pays qui avaient accumulé des réserves n'avaient pas réagi de façon appropriée.

Dans ce contexte, Christine Lagarde a présenté un certain nombre de suggestions pratiques visant à améliorer le fonctionnement du système monétaire international, plutôt qu'à le modifier radicalement. L'objectif du G20, sous la présidence de Nicolas Sarkozy,

devrait être de transformer cette jungle en jardin. Même si le temps manquait pour une analyse détaillée de ses propositions, elles semblaient généralement en accord avec la proposition faite initialement par Martin Wolf dans son discours d'ouverture, à savoir que l'exigence fondamentale consiste à imposer une forme de discipline internationale aussi bien aux États-Unis, en tant que débiteur (qui en est exempté actuellement parce que le dollar a le statut de monnaie de réserve), qu'à la Chine et à d'autres pays (qui en sont actuellement exemptés en tant que créanciers).

Olivier Blanchard comme Jacques de Larosière ont suggéré d'accroître les efforts pour convaincre les créanciers que la coopération monétaire internationale servirait au mieux leurs intérêts sur le long terme. Olivier Blanchard a mis l'accent sur les réformes nationales (réduire les « distortions ») qui non seulement apaiseraient les tensions internationales mais élèveraient le niveau de vie national. Jacques de Larosière (ainsi que, dans l'auditoire, William White) ont avancé l'argument le plus traditionnel et le plus convaincant en faveur de la coopération, à savoir que quand les débiteurs ne peuvent pas payer, les créanciers ne sont pas payés. Selon Jean-Claude Trichet, cette logique devrait finir par s'imposer. Toutefois, d'autres ont semblé douter que cela puisse se produire à temps pour éviter la poursuite du déroulement de la crise. Dans les couloirs, les participants semblaient également partagés entre la crainte du protectionnisme et celle d'une possible crise du dollar.

Alors que pour l'essentiel cette conférence a été consacrée aux réformes futures, de nombreuses références ont été faites, en passant, à la manière dont nous pourrions remédier de façon ordonnée aux déséquilibres existants. La plupart de ces suggestions ont porté sur les déséquilibres commerciaux internationaux. Les recommandations qui ont été formulées étaient assez traditionnelles, à savoir que les pays présentant un déficit doivent accroître les taux d'épargne et les pays créanciers les réduire. Des évolutions des taux de change nominaux seraient également souhaitables pour fournir des incitations à une réallocation appropriée des ressources entre les secteurs exposés et abrités. En effet, compte tenu du fait que de nombreuses économies de marché émergentes produisent déjà à pleine capacité, abaisser leur taux d'épargne sans appréciation du taux de change nominal semblerait une invitation à la hausse de l'inflation. Un certain nombre de commentateurs ont également remarqué le rôle important que les réformes financières pourraient jouer pour favoriser un rééquilibrage mondial.

Comme déjà mentionné au cours de la discussion des sessions 2 et 3, un certain nombre de participants se sont inquiétés de l'éventualité d'une nouvelle crise grave. En effet, non seulement les déséquilibres sous-jacents demeurent importants, mais il existe également de bonnes raisons de douter de l'efficacité des politiques macroéconomiques traditionnelles de stimulation. Cela a soulevé la question de savoir quelles autres mesures adopter pour faciliter la sortie de crise. Kenneth Rogoff avait déjà abordé cette question un peu plus tôt en indiquant qu'un recours excessif aux instruments de dette avait été observé au cours de la période précédant la crise. Si de nombreux émetteurs de titres de dette avaient plutôt émis des actions (ou d'autres titres dont les revenus sont liés aux résultats), le partage des risques aurait été beaucoup plus large. Cela aurait contribué à prévenir les effets déstabilisateurs des faillites, liées au caractère non soutenable du service de la dette, auxquels nous sommes actuellement confrontés.

La suggestion de Kenneth Rogoff nous amène tout naturellement à la question suivante. Compte tenu du recours excessif à l'endettement, doit-on maintenant faciliter la réduction de l'endettement davantage que ce n'est actuellement le cas ? Jacob Frenkel, Olivier Jeanne, Kenneth Rogoff et Nouriel Roubini estiment que cette question devrait être clairement posée. L'insolvabilité des ménages implique davantage de banques insolvables. Et davantage de banques insolvables implique davantage d'États insolvables. Les participants se sont accordés à dire qu'il faut trouver de meilleurs moyens de réduire les charges d'endettement excessives tout en préservant autant de valeur que possible.

Enfin, il a également été mentionné que la charge du service de la dette peut également être allégée par une accélération de la croissance économique. Au fil des ans, l'OCDE a suggéré diverses réformes structurelles²⁷ susceptibles d'apporter une contribution importante à l'augmentation des facteurs de production et du taux de croissance de la productivité globale des facteurs. Avec le temps, les nouvelles opportunités de profit fournies par ces réformes entraîneront aussi une augmentation de la demande globale avec la hausse de l'investissement et des revenus du travail. Évidemment, dans l'environnement actuel de désendettement des ménages et du secteur financier, les bénéfices des réformes structurelles ne se feront sentir que lentement. Cela ne devrait pas, toutefois, dissuader les États de prendre les mesures bénéfiques nécessaires.

27 Cf. en particulier la publication régulière de l'OCDE *Going for growth* (2010)

Bibliographie

Barrel (R.), Davis (E. P.), Karim (D.) et Liadze (I.) (2010)

“Calibrating macroeconomic policy”, mimeo, septembre

Beckworth (D.) (2008)

“Aggregate supply driven inflation and its implications for macroeconomic stability”, *Cato Journal*, vol. 28, n° 3, automne

Borio (C.) et Filardo (A.) (2004)

“Looking back at the international deflation record”, *North American Journal of Economics and Finance*, n° 15

Borio (C.) et Dhremen (M.) (2009)

“Towards an operational framework for financial stability: fuzzy measurement and its consequences”, document de travail de la BRI n° 268, Bâle

Brunnermeier (M.), Crocket (A.), Goodhart (C. A.), Persaud (A. D.) et Shin (H.) (2009)

“The fundamental principles of financial regulation”, International Centre for Monetary and Banking Studies, Genève, mai

Buchanan (M.) (2002)

“Ubiquity: why catastrophes happen”, Three Rivers Press, New York, novembre

Cerra (V.) et Saxena (S.) (2008)

“Growth dynamics: the myth of economic recovery”, *American Economic Review*, 98 (1)

Haberler (G.) (1986)

“Reflections on Hayek's business cycle theory”, *Cato Journal*, vol. 6, automne

Hellwig (M.) (2010)

“Capital regulation after the crisis: business as usual?”, Max Planck Institute for Research on Collective Goods, 2010/31, Bonn

Keynes (J. M.) (1931)

“Essays in persuasion” Cambridge University Press, Cambridge

Laidler (D.) (1999)

“Fabricating the Keynesian revolution”, Cambridge University Press, Cambridge

OCDE (2010)

“Going for growth”, Paris

Padoa-Schioppa (T.) (2010)

« L'ombre de Bancor : la crise et le désordre monétaire mondial », discours prononcé à la Conférence de Louvain-La-Neuve le 25 février 2010

Reinhart (C.) et Rogoff (K. S.) (2009)

“This time it's different”, Princeton University Press, Princeton Oxford

Reinhart (C.) et Reinhart (V.) (2010)

“After the Fall”, Présentation au Symposium “Macroeconomic Challenges :the Decade Ahead” organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, août

Schularick (M.) et Taylor (A. M.) (2009)

“Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles and financial crises, 1870-2008”, National Bureau of Economic Research WP15512, Cambridge, Mass., novembre

Selgin (G.) (1997)

“Less than zero: the case for a falling price level in a growing economy”, *IEA Hobart paper* n° 132, London

Volker (P.) (2010)

Présentation effectuée lors du symposium “Macroprudential regulatory policies: The new road to financial stability” organisé par la Banque fédérale de réserve de Chicago, Chicago, septembre

White (W. R.) (2006)

“Is price stability enough?”, *BIS Working Paper* 205, Bâle, avril

White (W. R.) (2008)

“Globalisation and the determinants of domestic inflation”, *BIS Working Paper* n° 250, Bâle

White (W. R.) (2009)

"Should monetary policy lean or clean?", *Globalisation and Monetary Policy Institute Working paper* n° 34, Federal Reserve bank of Dallas

White (W. R.) (2010a)

"Why central banks differ", article préparé pour la Première Conférence de recherche internationale *"Challenges to Central Banking in the Context of Financial Crisis"* organisée par la Banque de réserve de l'Inde à Bombay, février

White (W. R.) (2010b)

"The Maekawa lecture: some alternative perspectives on macroeconomic theory and some policy implications", *Monetary and Economic Studies*, IMES, Banque du Japon, vol. 28, Tokyo, novembre

World Economic Outlook (2009)

"Financial stress and economic downturns", chapitre 4, Fonds monétaire international, Washington, printemps

Les comptes financiers de la Nation en 2010 : reprise du crédit et poursuite de la hausse des taux d'endettement

Frédéric DELAMARRE et Franck SÉDILLOT

Direction des Statistiques monétaires et financières

Service d'Études et de Statistiques des opérations financières

En 2010, le besoin de financement des administrations publiques et des sociétés non financières excède de nouveau largement la capacité de financement des ménages. Ce déséquilibre est en partie couvert par des entrées nettes de capitaux, principalement sous la forme d'acquisitions par les non-résidents de titres émis par les résidents et, pour le reste, par la capacité de financement du secteur financier. La contribution de ce dernier au financement de l'économie prend la forme à la fois d'acquisitions de titres et de prêts aux agents résidents. Les flux de prêts marquent en effet un rebond du fait, notamment, du redressement des crédits octroyés aux entreprises et de la vive progression des crédits immobiliers. Dans ce contexte, les taux d'endettement des ménages, des sociétés non financières et des administrations publiques atteignent de nouveaux plus hauts. Concernant la formation d'actifs financiers, on observe une forte reprise des dépôts auprès des établissements de crédit, alors que les OPCVM enregistrent d'importantes sorties. L'assurance-vie reste le principal réceptacle de l'épargne des ménages, avec une forte prépondérance des contrats en euros.

Mots-clés : Comptes financiers, agents non financiers, ménages, sociétés non financières, administrations publiques, sociétés d'assurance, OPCVM, établissements de crédit, non-résidents, financements et placements, endettement, dépôts, refinancement interbancaire, titres de créance, crédits, actions, titres d'OPCVM, assurance-vie, bons du Trésor, plan d'épargne-logement, contrats en euros/unités de compte

Code JEL : G00

En 2010, le besoin de financement des administrations publiques (APU) et des sociétés non financières (SNF) excède de nouveau largement la capacité de financement des ménages. Ce déséquilibre est en partie couvert par des entrées nettes de capitaux, principalement sous la forme d'acquisitions par les non-résidents de titres émis par les résidents, et pour le reste, par la capacité de financement du secteur financier.

I | Les ménages contractent davantage de crédits et privilégient les placements peu risqués¹

Après avoir fortement augmenté en 2009, l'épargne des ménages enregistre en 2010 un léger tassement

s'accompagnant d'une augmentation de leurs dépenses d'investissement, consacrées pour l'essentiel au logement : ces évolutions conduisent à une légère baisse de leur capacité de financement qui revient à 88,2 milliards, après 92,4 milliards en 2009 (cf. tableau 1). Le taux d'épargne financière, qui rapporte au revenu disponible brut des ménages leur capacité de financement, c'est-à-dire la partie de l'épargne non allouée à l'acquisition d'un logement neuf ou à des dépenses de gros d'entretien, diminue assez sensiblement (6,6 %, après 7,1 %) ². Sa baisse ne vient pas des flux de placements, qui, après un repli en 2009, sont en nette reprise (112,8 milliards d'euros, après 104,2 milliards), mais du vif rebond des flux d'endettement (61,6 milliards, après 38,4 milliards en 2009).

L'accroissement des ressources empruntées par les ménages concerne au premier chef les prêts immobiliers. Dans un contexte caractérisé par des

Tableau 1 Principaux éléments des comptes financier et non financier des ménages (a)

(en milliards d'euros)

	2008	2009	2010
Épargne brute (A)	198,0	211,4	208,3
Transferts nets en capital (B)	- 2,6	- 0,1	- 0,1
Investissement brut (C)	132,0	118,8	120,1
Capacité (+) ou besoin (-) de financement (épargne financière) (D = A + B - C)	63,4	92,4	88,2
Pour mémoire : taux d'épargne financière (en % du revenu disponible brut)	4,9	7,1	6,6
Solde des créances (+) et des dettes (-) (E = G - F)	65,7	79,0	73,9
Flux nets d'engagements contractés (F)	64,6	38,4	61,6
Crédits des institutions financières	64,6	38,4	61,6
dont crédits à l'habitat	56,4	27,8	59,1
Pour mémoire : taux d'endettement (en % du revenu disponible brut)	73,5	75,7	78,8
Flux nets d'acquisition d'actifs financiers (G = H + I)	130,2	117,5	135,5
Principaux placements (H)	107,5	104,2	112,8
Monnaie fiduciaire	4,3	3,1	3,0
Dépôts à vue	- 2,6	19,2	17,3
Placements à vue (livrets A, bleus, jeunes, livrets d'épargne populaire...)	47,6	13,0	14,9
Placements à échéance (comptes à terme)	16,4	- 19,1	- 0,7
Épargne contractuelle (PEL et PEP)	- 25,0	4,8	6,2
Placements en assurance-vie	55,6	76,9	77,3
Titres de créance	3,5	1,7	- 0,7
dont durée supérieure à un an	4,6	5,7	- 0,9
Titres d'OPCVM	3,3	- 16,2	- 16,5
OPCVM monétaires	9,1	- 12,3	- 14,2
OPCVM non monétaires	- 5,8	- 3,8	- 2,3
Actions	4,4	20,8	12,0
dont actions cotées	- 4,0	3,7	- 2,3
Autres placements (nets) (I)	22,8	13,3	22,8

(a) Particuliers, entrepreneurs individuels et ISBLSM

Sources : Comptes nationaux, base 2005, Insee et Banque de France

Données arrêtées au 13 mai 2011

¹ Le comportement d'épargne des ménages en 2010 fait l'objet d'un article détaillé dans le présent Bulletin.

² Pour plus de détails cf. « Les comptes de la Nation en 2011 : la croissance repart » Insee Première, n°1349, mai 2011, accessible sur le site de l'Insee au lien suivant : <http://www.insee.fr/fr/ffc/ipweb/ip1349/ip1349.pdf>

ENCADRÉ

Les comptes financiers passent en base 2005

En 2010, toute la séquence des comptes nationaux (des comptes de production aux comptes de patrimoine, en passant notamment par les comptes de revenus et les comptes financiers) a basculé de la base 2000 à la base 2005. Cette importante évolution méthodologique a permis d'une part de préciser ou de redéfinir les contours des secteurs institutionnels et des opérations et d'autre part d'incorporer de nouvelles sources d'information. Ainsi, par rapport à la publication du dernier jeu de comptes de la base 2000, la plupart des séries chronologiques ont été révisées, souvent depuis leur origine.

S'agissant des secteurs institutionnels, le secteur des « auxiliaires financiers » a été redéfini afin d'améliorer la conformité des comptes nationaux français avec les prescriptions du Système européen des comptes (SEC 95) en matière de sectorisation des entités. Par contre-coup, les périmètres des secteurs des « sociétés d'assurance » et des « sociétés non financières » sont légèrement affectés. Au sein des administrations publiques, la Caisse d'amortissement de la dette sociale et le Fonds de réserve pour les retraites ont été reclassés parmi les administrations de sécurité sociale, alors qu'ils figuraient auparavant parmi les organismes divers d'administration centrale.

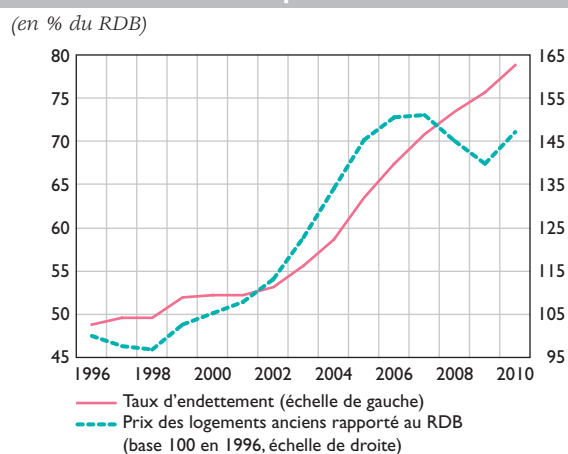
S'agissant des opérations sur actifs financiers, les estimations de la valeur de marché des investissements directs sortants et entrants en actions non cotées ont été alignées sur celles de la balance des paiements. De même, la ventilation des titres de créance est désormais faite selon leur durée initiale (court et long termes) conformément au SEC 95, alors qu'en base 2000, elle était opérée en fonction de la nature juridique des titres (titres de créances négociables et obligations).

Des améliorations ont également été apportées aux comptes financiers grâce à l'exploitation de nouvelles sources d'information. Elles concernent en particulier les comptes des établissements de crédit (grâce au nouveau dispositif de reporting unifié SURFI), des sociétés d'assurance (enrichissement des contributions apportées par l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles – ACAM, désormais intégrée au sein de l'Autorité de contrôle prudentiel – ACP), ainsi que la détention de titres cotés par les ménages et les sociétés non financières (enquête Protide).

conditions de financement très attractives du fait du maintien des taux monétaires et obligataires à des niveaux historiquement bas, mais aussi par la perspective de réaménagements des incitations fiscales en faveur du logement au tournant de l'année³, les flux nets de crédits à l'habitat font plus que doubler (59,1 milliards d'euros, après 27,8 milliards en 2009). Le taux d'endettement des ménages, dont l'envolée au cours des dix dernières années résulte notamment d'une hausse des prix des logements anciens plus rapide que celle du revenu disponible, continue dès lors d'augmenter : à fin 2010, le rapport de la dette au revenu disponible brut atteint 78,8 %, soit un niveau inédit, après 75,7 % fin 2009 (cf. graphique 1)⁴.

En 2010, les choix de placements financiers des ménages restent proches de ceux observés en 2009. Ils privilégient les produits peu risqués en continuant notamment d'investir massivement dans des contrats d'assurance-vie

Graphique 1 Taux d'endettement des ménages et ratio prix des logements anciens sur revenu disponible brut



³ Suppression à compter du 1^{er} janvier 2011 du Pass foncier et du crédit d'impôt sur le revenu au titre des intérêts d'emprunts immobiliers faisant l'objet d'une offre après le 31 décembre 2010, diminution des réductions d'impôts liées aux dispositifs d'achat locatif Scellier et Robien

⁴ Pour l'évolution trimestrielle détaillée, se reporter au Stat Info « Taux d'endettement des agents non financiers » accessible sur le site de la Banque de France au lien suivant : <http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/titres/titres-endettement-anf.htm>

— essentiellement en supports euros — et d'alimenter leurs dépôts, à vue comme en comptes sur livret. En revanche, ils procèdent à des cessions de titres de créance et réduisent leurs avoirs en titres d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

Les flux de placements en dépôts à vue et en comptes sur livret restent substantiels et s'élèvent, comme en 2009, à 32,2 milliards d'euros. Leur importance s'explique notamment par le faible rendement de certains placements concurrents, en particulier les titres d'OPCVM monétaires, et par la rémunération très attractive, compte tenu notamment de leur liquidité, des comptes sur livret. Par ailleurs, l'érosion des dépôts à terme marque une quasi-interruption (– 0,7 milliard d'euros, après – 19,1 milliards) et la collecte de l'épargne contractuelle continue de se redresser (6,2 milliards d'euros, après 4,8 milliards), la rémunération des plans d'épargne-logement (PEL), figée à 2,5 % hors prime d'État depuis juillet 2003, étant redevenue relativement attractive.

En revanche, les ménages réalisent pour 5,2 milliards d'euros de cessions nettes sur leurs portefeuilles de titres. Ils procèdent encore à d'importants allègements de leurs avoirs en titres d'OPCVM monétaires (– 14,2 milliards d'euros, après – 12,3 milliards en 2009) et réduisent également, mais pour des montants moindres, leur détention de titres d'OPCVM non monétaires. La perspective du changement de la fiscalité applicable aux titres d'OPCVM (imposition des plus-values dès le premier euro à partir du 1^{er} janvier 2011) et la persistance d'un faible rendement des OPCVM monétaires en 2010 expliquent sans doute, dans une large mesure, ces désengagements. En l'absence de grande opération à destination des particuliers, telles que l'emprunt EDF en 2009, les achats de titres de créance s'interrompent (– 0,7 milliard, après 1,7 milliard). Les flux de placements directs des ménages en actions sont également en nette diminution (12,0 milliards, après 20,8 milliards) sur fond de légère baisse des indices boursiers sur l'ensemble de l'année.

La part de l'assurance-vie dans les flux de placements financiers des ménages reste prépondérante (77,3 milliards, après 76,9 milliards en 2009). Les investissements en supports euros continuent de drainer l'essentiel de la collecte (71,6 milliards,

après 76,8 milliards), alors que se dessine une légère reprise des contrats en unités de compte (5,7 milliards, après 0,1 milliard).

2 | Les crédits bancaires obtenus par les sociétés non financières prennent le relais de leurs émissions de titres

En 2010, le besoin de financement des sociétés non financières s'accroît légèrement (– 25,4 milliards, après – 18,7 milliards en 2009). Leur épargne se redresse, passant de 128,6 milliards en 2009 à 143,1 milliards en 2010 à la faveur d'un rebond des bénéfices réinvestis reçus des filiales implantées à l'étranger qui contribue au gonflement du solde des revenus financiers (cf. tableau 2) ⁵. Cette augmentation des ressources est largement absorbée par la reprise de leur formation de capital fixe : sous l'effet de l'amélioration de la conjoncture économique, leurs investissements commencent à se redresser tandis que le mouvement de déstockage s'interrompt. Au total, les acquisitions nettes d'actifs non financiers des sociétés non financières s'accroissent de 18,5 milliards (181,9 milliards, après 163,4 milliards).

En dépit de l'augmentation du besoin de financement des SNF, leur flux d'endettement enregistre un léger tassement (31,6 milliards, après 35,4 milliards en 2009). Les flux d'émissions nettes de titres de créance retombent à 25,7 milliards, après 50,7 milliards en 2009, alors que les crédits obtenus des établissements financiers résidents amorcent une reprise (6,3 milliards, après – 11,4 milliards) en lien avec celle des investissements et l'arrêt du déstockage. Le contexte est caractérisé par le maintien de conditions de financement très favorables : en décembre 2010, le taux d'intérêt moyen des crédits nouveaux est proche de 3 %. Au total, le rapport de la dette des SNF à leur valeur ajoutée continue d'augmenter, quoique de façon plus mesurée qu'en 2009, passant de 129,7 % fin 2009 à 131,5 % fin 2010 (cf. graphique 2). Le taux d'endettement des SNF, qui demeure sensiblement inférieur en

⁵ Pour plus de détails cf. « Les comptes de la Nation en 2010 : la croissance repart » Insee Première, n° 1349, mai 2011, accessible sur le site de l'Insee au lien suivant : <http://www.insee.fr/fr/ffc/ipweb/ip1349/ip1349.pdf>

Tableau 2 Principaux éléments des comptes financier et non financier des sociétés non financières

(en milliards d'euros)

	2008	2009	2010
Épargne (A)	139,5	128,6	143,1
Transferts nets en capital (B)	14,3	16,1	13,4
Investissement et variations de stocks (C)	211,8	163,4	181,9
Investissement	201,2	176,4	181,8
Variations de stocks	10,6	- 13,0	0,1
Capacité (+) ou besoin (-) de financement (D = A + B - C)	- 58,0	- 18,7	- 25,4
Solde des créances (+) et des dettes (-) (E = G - F)	- 68,5	- 25,9	- 27,8
Flux nets d'engagements contractés (F)	189,3	146,5	142,3
Dettes	97,9	35,4	31,6
Titres de créance	22,4	50,7	25,7
- durée inférieure à un an	7,9	- 13,8	- 2,1
- durée supérieure à un an	14,4	64,5	27,8
Crédits des institutions financières	75,5	- 15,3	5,9
- résidentes	65,9	- 11,4	6,3
- non résidentes	9,6	- 3,9	- 0,3
Actions et autres participations	66,7	107,3	108,2
dont investissements directs entrants (capital social et bénéfices réinvestis)	17,5	9,7	22,1
Investissements directs entrants (autres opérations)	24,7	3,8	2,5
Pour mémoire : taux d'endettement (en % de la valeur ajoutée)	118,2	129,7	131,5
Flux nets d'acquisition d'actifs financiers (G = H + I)	120,9	120,5	114,5
Principaux placements (H)	169,8	93,6	114,4
Trésorerie (dépôts, titres de créance à court terme et OPCVM monétaires)	54,4	25,0	18,0
dont dépôts auprès des institutions financières non résidentes	3,9	6,4	- 6,9
Titres de créance à long terme et OPCVM non monétaires	- 16,5	- 2,4	- 3,3
Actions et autres participations	101,4	43,5	78,1
dont investissements directs sortants (capital social et bénéfices réinvestis)	60,7	32,0	33,7
Investissements directs sortants (autres opérations)	30,5	27,6	21,7
Autres placements (nets) (I)	48,9	26,9	0,1

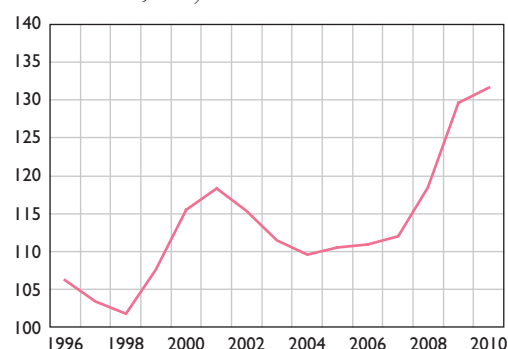
Sources : Comptes nationaux, base 2005, Insee et Banque de France
Données arrêtées au 13 mai 2011

France à celui observé dans les autres grands pays européens, continue néanmoins d'augmenter alors qu'il diminue légèrement dans la zone euro considérée dans son ensemble⁶.

Les SNF accroissent leurs principaux placements financiers en 2010 (114,4 milliards, après 93,6 milliards). Les flux nets d'acquisition d'actions passent de 43,5 milliards en 2009 à 78,1 milliards en 2010, notamment sous la forme de prises de participations entre SNF résidentes, alors que les flux d'avoirs de trésorerie, dépôts, titres de créance à court terme et titres d'OPCVM monétaires, continuent de diminuer. Pour leurs investissements de trésorerie, les SNF privilégient les placements à terme et les titres de créance à court terme au détriment des OPCVM monétaires. Dans le même temps, elles continuent de réduire leurs avoirs en titres de créance à long terme et en titres d'OPCVM non monétaires. Les flux nets d'investissements

Graphique 2 Taux d'endettement des SNF

(en % de la valeur ajoutée)



directs étrangers en France et français à l'étranger sous la forme de prêts et autres flux de trésorerie intragroupe se soldent par des sorties nettes de capitaux de 19,2 milliards, en léger repli par rapport à 2009 (23,8 milliards) : les SNF résidentes apportent

6 Pour plus de détails, se reporter au Stat info « Taux d'endettement des agents non financiers – Comparaisons internationales » accessible sur le site de la Banque de France à l'adresse suivante : <http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/titres/titres-endettement-anf-internationales.htm>

toujours davantage de financements à leurs filiales à l'étranger qu'elles n'en reçoivent de leurs sociétés mères non résidentes. Enfin, les acquisitions d'actions étrangères par les entreprises françaises augmentent légèrement (33,7 milliards, après 32,0 milliards), alors que les investissements des non-résidents en actions de sociétés non financières françaises s'inscrivent, pour leur part, en nette hausse (22,1 milliards, après 9,7 milliards).

3| Le déficit des administrations publiques se réduit légèrement mais leur dette continue d'augmenter rapidement

En 2010, le besoin de financement des administrations publiques ⁷ s'élève à 136,9 milliards d'euros, en légère diminution par rapport aux 143,1 milliards enregistrés

en 2009 (cf. tableau 3). En regroupant l'État, les organismes divers d'administration centrale et les collectivités locales, on observe une nette réduction du besoin de financement de l'ensemble ainsi constitué, qui passe de 127,9 milliards en 2009 à 114,1 milliards en 2010. En revanche, le besoin de financement des administrations de Sécurité sociale se creuse assez fortement, passant de 15,8 milliards à 22,8 milliards ⁸.

Principale ressource de financement des administrations publiques, leurs émissions nettes de titres de créance diminuent nettement en 2010 (104,9 milliards, après 150,0 milliards en 2009). La Société de prise de participations de l'État (SPPE ⁹) rembourse 3,5 milliards d'emprunts contractés pour financer la souscription de titres super-subordonnés émis par un certain nombre d'établissements bancaires dans le cadre du plan de soutien au financement de l'économie mis en œuvre en octobre 2008. Le complément est assuré par les flux nets de crédits bancaires, qui restent proches de leur niveau atteint en 2009, et par les dépôts recueillis par le Trésor. Ces derniers connaissent une forte augmentation

Tableau 3 Placements et financements des administrations publiques

(en milliards d'euros)

	2008	2009	2010
Capacité (+) ou besoin (-) de financement (A - B + C)	- 64,6	- 143,1	- 136,9
Flux nets d'acquisitions d'actifs financiers (A)	48,2	7,0	5,0
Dépôts et prêts	18,9	17,0	1,5
Titres acquis	29,2	- 10,0	3,5
Titres de créance	24,1	- 19,2	10,5
Actions	5,7	- 2,0	- 5,5
Titres d'OPCVM	- 0,5	11,2	- 1,5
Flux nets d'engagements contractés (B)	111,1	169,3	138,9
Dépôts	- 1,4	0,7	18,6
Crédits bancaires	3,0	18,7	15,5
Titres de créance émis	109,5	150,0	104,9
Autres emplois et ressources nets (a) (C)	- 1,7	19,2	- 3,0
Dette publique brute (au sens de Maastricht)	1 318,6	1 492,7	1 591,2
(en % du PIB)	(68,2)	(79,0)	(82,3)
Dette publique brute (au sens de la comptabilité nationale)	1 412,3	1 578,7	1 717,3
(en % du PIB)	(73,1)	(83,6)	(88,4)
Encours de titres de créance	1 208,2	1 359,1	1 473,1
Encours de crédits et dépôts	204,2	219,6	234,6

(a) Autres opérations non reprises dans le tableau

Sources : Comptes nationaux, base 2005, Insee et Banque de France

Données arrêtées au 13 mai 2011

7 Administrations publiques : secteur de la comptabilité nationale comprenant l'État, les organismes divers d'administration centrale, les collectivités locales et les organismes de Sécurité sociale

8 Pour plus de détails cf. « Les comptes nationaux des administrations publiques – année 2010 – Insee Première, n°1348, mai 2011, accessible au lien suivant : <http://www.insee.fr/fr/ffc/ipweb/ip1348/ip1348.pdf>

9 Entité créée en octobre 2008 classée parmi les organismes divers d'administration centrale

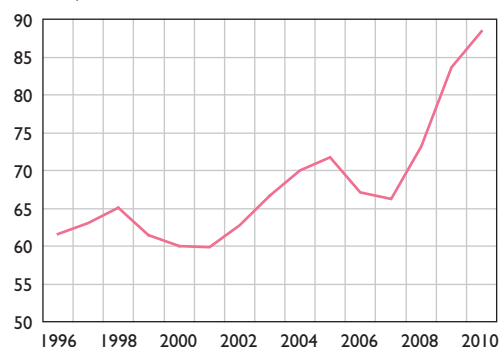
— ils passent de 0,7 milliard en 2009 à 18,6 milliards en 2010 — qui s'explique notamment par les modalités de mise en œuvre du « grand emprunt ». Les sommes correspondant aux dotations allouées au titre des investissements d'avenir qui ne peuvent pas être directement utilisées par les organismes bénéficiaires (dotations dites « non consommables ») sont en effet déposées sur des comptes de correspondant rémunérés du Trésor. L'augmentation des utilisations de crédits concerne, quant à elle, principalement les administrations de sécurité sociale et, dans une moindre mesure, les administrations publiques locales, dont les passifs respectifs sont très majoritairement constitués d'emprunts bancaires à long terme.

En regard, les APU réduisent très légèrement leurs flux de placement (5,0 milliards, après 7,0 milliards en 2009). La relative stabilité de ces derniers résulte de la compensation d'évolutions de sens opposés. D'une part, le flux relatif aux dépôts et prêts retombe de 17,0 milliards en 2009 à 1,5 milliard en 2010 : la contraction de la trésorerie de l'État et les remboursements d'une fraction des crédits accordés auparavant au secteur automobile (2,2 milliards) ainsi que d'une partie des participations de la SPPE dans les banques (3,5 milliards) l'emportent sur les prêts nouvellement consentis à la Grèce (4,4 milliards). D'autre part, la reprise des achats nets de titres de créance compense et au-delà les cessions nettes de titres d'OPCVM.

Au total, l'encours de la dette financière brute des APU — qui se distingue notamment de la dette au sens de Maastricht par la comptabilisation des titres en valeur

Graphique 3 Taux d'endettement des APU

(en % du PIB)



de marché et l'absence de consolidation des dettes entre unités du secteur — atteint 1 717,3 milliards à fin 2010 (après 1 578,7 milliards en 2009), soit 88,4 % du PIB (cf. graphique 3). Cet accroissement provient notamment du sensible renchérissement de la valeur de marché de la dette publique négociable induit par la baisse des taux de rendement des titres d'État et assimilés.

4| Les OPCVM monétaires subissent d'importants retraits et ajustent leur portefeuille en conséquence

Les OPCVM monétaires enregistrent en 2010 une décollecte d'un montant inédit de 84,1 milliards, après - 2,4 milliards en 2009 (cf. tableau 4). Le phénomène

Tableau 4 Placements et financements des OPCVM

(en milliards d'euros)

	2008	2009	2010
Flux nets d'acquisitions d'actifs financiers (A)	- 25,2	35,0	- 76,7
Dépôts et prêts	23,6	- 14,8	- 6,1
Titres acquis	- 48,8	49,8	- 70,6
Titres de créance	- 43,4	31,2	- 48,8
Actions	11,6	26,0	2,2
Titres d'OPCVM	- 17,0	- 7,5	- 24,0
Flux nets d'engagements contractés (B)	- 11,2	30,4	- 68,0
Dépôts et crédits	- 12,6	- 4,2	4,2
Titres émis	1,4	34,6	- 72,2
Titres d'OPCVM monétaires	52,4	- 2,4	- 84,1
Titres d'OPCVM non monétaires	- 51,0	37,0	11,9
Autres actifs financiers nets (a) (C)	7,0	- 7,3	2,6
Solde des créances (+) et des dettes (-) (A - B + C)	- 7,1	- 2,7	- 6,1

(a) Autres opérations non reprises dans le tableau

Source : Comptes nationaux, base 2005, Banque de France

Données arrêtées au 13 mai 2011

s'explique principalement par la faiblesse persistante de la rémunération de ces produits de gestion collective, conséquence directe du maintien des taux du marché monétaire à des niveaux historiquement bas. Les OPCVM monétaires pâtissent ainsi davantage en 2010 de la concurrence des produits d'épargne intermédiaire proposés par les établissements de crédit (comptes sur livret, dépôts à terme notamment).

De leur côté, les différentes catégories d'OPCVM non monétaires (actions, obligations, mixtes et autres) bénéficient toutes de souscriptions nettes qui, au total, atteignent 11,9 milliards d'euros. Ce flux est néanmoins en net recul par rapport à 2009 (37,0 milliards) : la meilleure tenue des marchés financiers a permis aux OPCVM non monétaires de faire bénéficier leurs souscripteurs de performances positives, qui n'ont pas suffi toutefois à relancer la collecte.

Au total, le montant des rachats nets de titres d'OPCVM atteint 72,2 milliards en 2010. En contrepartie, les OPCVM réduisent de 70,6 milliards leur portefeuille de titres, après des achats nets de 49,8 milliards en 2009. Cet allègement porte principalement sur les titres de créance, et, de façon plus limitée, sur les titres d'OPCVM. Les OPCVM restent en revanche acheteurs nets d'actions, mais pour un montant bien moindre que l'année précédente (2,2 milliards d'euros, après 26,0 milliards).

5| Fortes d'une collecte toujours abondante, les sociétés d'assurance investissent massivement en titres de créance

En 2010, les sociétés d'assurance continuent de recueillir d'importantes ressources *via* le placement de leurs produits d'assurance-vie et au titre de l'assurance dommage. Les flux de réserves techniques atteignent 88,0 milliards, montant équivalent à celui observé en 2009. En complément de ces provisions mathématiques, les organismes d'assurance accroissent leurs utilisations d'emprunts souscrits auprès des institutions financières pour 10,1 milliards d'euros, après des remboursements en 2009 (cf. tableau 5). Elles réduisent en revanche leurs émissions d'actions et continuent de ne guère recourir aux émissions de titres de créance. Au total, leurs ressources s'élèvent à 99,2 milliards à fin 2010, après 88,1 milliards en 2009.

Corrélativement, le flux global des placements en titres des sociétés d'assurance est en légère hausse (85,4 milliards, après 82,9 milliards en 2009). Celle-ci masque toutefois des évolutions contrastées selon les différents types de titres. Les sociétés d'assurance renforcent très sensiblement leurs

Tableau 5 Placements et financements des entreprises d'assurance

(en milliards d'euros)

	2008	2009	2010
Flux nets d'acquisitions d'actifs financiers (A)	86,3	84,3	85,7
Dépôts et prêts	5,6	1,4	0,3
Titres acquis	80,7	82,9	85,4
Titres de créance	52,4	60,3	105,8
Actions	10,6	15,6	- 4,1
Titres d'OPCVM monétaires	7,5	- 5,1	- 4,4
Titres d'OPCVM non monétaires	10,2	12,2	- 11,9
Flux nets d'engagements contractés (B)	46,7	88,1	99,2
Crédits bancaires	- 4,2	- 5,6	10,1
Réserves techniques	46,4	88,8	88,0
Assurance-vie et fonds de pension	55,7	77,3	77,7
Assurance dommage	- 9,2	11,5	10,3
Titres émis	4,5	5,0	1,0
Titres de créance	2,2	0,9	0,4
Actions	2,3	4,1	0,7
Autres actifs financiers nets (a) (C)	- 6,4	15,5	2,7
Solde des créances (+) et des dettes (-) (A - B + C)	33,1	11,7	- 10,8

(a) Autres opérations non reprises dans le tableau

Source : Comptes nationaux, base 2005, Banque de France

Données arrêtées au 13 mai 2011

investissements en titres de créance mais procèdent à des cessions nettes d'actions et réduisent leurs avoirs en titres d'OPCVM non monétaires et monétaires. Ces allègements de position sur les titres d'OPCVM et les actions interviennent dans un contexte toujours marqué par la relative faiblesse des flux de souscriptions de contrats d'assurance-vie libellés en unités de compte, la majeure partie de la collecte continuant d'être réalisée sur les contrats en euros.

6| Les établissements de crédit distribuent davantage de prêts et collectent plus de dépôts auprès des agents non financiers

Les flux nets de prêts des établissements de crédit (EC) et des institutions financières diverses (IFD¹⁰) octroyés aux agents non financiers (ANF) résidents progressent nettement : amplifiés par la forte augmentation de la production de prêts à l'habitat aux ménages, notamment en fin d'année, ils passent de 45,8 milliards en 2009 à 83,3 milliards en 2010 (cf. tableau 6). En regard,

les flux de dépôts des ANF font plus que doubler (73,8 milliards, après 33,8 milliards), tout en restant néanmoins inférieurs aux flux de crédits accordés. Ce regain de dynamisme de la collecte bancaire peut s'interpréter, au moins en partie, comme le signe de la volonté des établissements de crédit d'améliorer leur position de liquidité *via* un accroissement des dépôts de leur clientèle dans la perspective de la future mise en œuvre de la réglementation de Bâle III portant sur ce volet.

Les flux de titres émis par les banques se redressent eux aussi nettement (77,7 milliards d'euros, après 35,4 milliards en 2009) : leurs émissions nettes de titres de créance enregistrent une forte poussée, qui l'emporte très largement sur la diminution de leur collecte de fonds propres. Du côté de leurs emplois, les banques procèdent à des achats nets de titres pour 72,6 milliards, privilégiant, comme en 2009, les acquisitions nettes d'actions (62,6 milliards). Après les dégagements opérés sur leur portefeuille de titres de créance et, dans une moindre mesure, de titres d'OPCVM en 2009, les EC redeviennent acheteurs nets de ces instruments en 2010. Dans ces conditions, l'excédent de leurs

Tableau 6 Placements et financements des établissements de crédit et des institutions financières diverses

(en milliards d'euros)

	2008	2009	2010
Flux nets d'acquisitions d'actifs financiers (A)	266,3	- 9,0	155,9
Prêts aux ANF résidents	133,5	45,8	83,3
Titres acquis	132,9	- 54,8	72,6
Titres de créance	138,9	- 93,4	8,8
Actions	23,7	52,6	62,6
Titres d'OPCVM	- 29,7	- 14,0	1,2
Flux nets d'engagements contractés (B)	219,4	69,1	151,5
Dépôts des ANF résidents	61,0	33,8	73,8
Titres émis	158,4	35,4	77,7
Titres de créance	141,2	14,6	73,7
Actions	17,1	20,8	4,1
Refinancement bancaire net auprès de la Banque de France (C = D - E)	95,8	- 34,2	- 69,6
Refinancement (a) (D)	112,9	- 64,0	- 86,0
Dépôts (b) (E)	17,1	- 29,8	- 16,4
Autres ressources nettes (F = G + H)	- 79,2	- 89,4	13,5
Refinancement net auprès des institutions financières (hors Banque centrale) (G)	- 53,0	- 92,4	- 38,2
dont institutions financières non résidentes	- 104,1	- 81,7	- 22,5
Autres financements nets (H)	- 26,2	3,0	51,8
Solde des créances (+) et des dettes (-) (A - B - C - D)	30,4	45,4	60,4

(a) Concours de politique monétaire en euros et en devises

(b) Compte courant des banques astreintes à réserves obligatoires

Source : Comptes nationaux, base 2005, Banque de France

Données arrêtées au 13 mai 2011

10 IFD (institutions financières diverses) : sous secteur de la comptabilité nationale constitué des intermédiaires financiers autres que les institutions financières monétaires et les sociétés d'assurance (par exemple les entreprises d'investissement et les organismes de titrisation)

émissions nettes de titres sur leurs acquisitions diminue très fortement (5,2 milliards, après 90,2 milliards).

Au total, et contrairement à l'année précédente, les ressources des EC sous la forme de dépôts collectés et de titres émis d'une part et les flux d'actifs d'autre part s'équilibrent à peu près en 2010. La poursuite de la normalisation du marché interbancaire permet aux établissements de réduire de nouveau l'encours de leurs opérations avec la Banque de France tant en ce qui concerne leurs engagements (pour 86,0 milliards) que les avoirs placés en dépôt sur ses livres (pour 16,4 milliards). Dans le même temps, ils continuent à prêter plus qu'ils n'empruntent aux institutions financières non résidentes, mais pour des montants bien moindres qu'en 2009 : le solde de ces opérations s'élève à 22,5 milliards, après 81,7 milliards en 2009.

7 | Les non-résidents restent acheteurs nets de titres français ¹¹

Les investisseurs non résidents réduisent fortement leurs acquisitions nettes de titres français en 2010.

Le recul des investissements de portefeuille entrants, sensible sur les différents types de titres, est particulièrement marqué pour les titres de créance. C'est en particulier le cas pour les bons et les obligations du Trésor, dont les acquisitions reviennent à 46,8 milliards, après 149,9 milliards en 2009. Par ailleurs, les achats nets d'actions (y compris les investissements directs) par les non-résidents, tout comme ceux de titres d'OPCVM, s'inscrivent également en net recul.

En regard, les acquisitions nettes de titres étrangers (y compris dans le cadre d'investissements directs) par les résidents fléchissent de nouveau. Les évolutions diffèrent toutefois selon les instruments. Les résidents procèdent à d'amples cessions nettes de titres de créance émis par les non-résidents, réduisent celles de titres d'OPCVM et modèrent leurs acquisitions nettes d'actions étrangères.

Au total, les non-résidents restent acheteurs nets de titres français en 2010 pour un montant en repli par rapport à 2009. En contrepartie, le Reste du monde reçoit des financements nets des résidents sous la forme de dépôts ou de crédits, pour un montant également en baisse sensible par rapport à 2009.

¹¹ Pour plus de détails, on pourra se reporter au Rapport annuel 2010 de la Balance des Paiements de la France (juin 2011), accessible sur le site de la Banque de France au lien suivant : <http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/economie/economie-balance/presentation-rapport-annuel.htm>

Le comportement d'épargne des ménages en 2010

Adeline BACHELLERIE

Direction des Statistiques monétaires et financières
Service d'Études et de Statistiques des Opérations financières

En 2010, le taux d'épargne des ménages baisse en France comme dans les autres pays de la zone euro, alors qu'il s'était sensiblement renforcé depuis le déclenchement de la crise financière. L'apaisement des craintes suscitées par celle-ci se traduit par une nette reprise de la consommation et, corrélativement, par un relatif relâchement de l'effort d'épargne.

En France, la baisse du taux d'épargne global s'explique par la diminution du taux d'épargne financière, le taux d'investissement en logement s'étant en revanche légèrement redressé après sa forte baisse de 2009. La reprise du crédit à l'habitat observée en 2010 est vive. La hausse de l'endettement des ménages qui s'ensuit réduit mécaniquement leur taux d'épargne financière et leur taux d'épargne global.

S'agissant des placements financiers, les ménages continuent de faire montre d'un comportement relativement prudent. Les placements en dépôts bancaires s'inscrivent en net rebond, alors que les souscriptions nettes de contrats d'assurance-vie diminuent tout au long de l'année 2010, même si ces supports demeurent le principal réceptacle de l'épargne financière des ménages. En parallèle, les perspectives d'évolution des règles prudentielles concernant la liquidité des banques (Bâle III) semblent inciter les intermédiaires financiers à redéployer leurs efforts de collecte afin d'orienter davantage les placements de la clientèle vers les bilans bancaires, conduisant ainsi à un infléchissement de l'évolution de la structure du portefeuille des ménages français.

Mots-clés : Épargne, épargne financière, taux d'épargne, ménages français, placements, dépôts, plans d'épargne logement, livret A, actions, titres d'OPCVM, assurance-vie, titres de créance, immobilier, investissement, inflation, consommation

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

I | Une baisse généralisée du taux d'épargne des ménages

I | I La consommation résiste dans un contexte de reprise de l'inflation en France et dans la zone euro

Alors que le taux d'épargne des ménages ¹ français avait sensiblement augmenté depuis le déclenchement de la crise financière à l'automne 2007, jusqu'à atteindre 16,7 % de leur revenu disponible brut (RDB) au troisième trimestre de 2009, il diminue régulièrement au cours de l'année 2010, revenant en fin d'année à 15,6 %. L'épargne est employée à l'investissement en logement et à des placements financiers. La décomposition du taux d'épargne montre que sa baisse constatée en 2010 recouvre essentiellement une diminution de la part afférente à l'épargne financière ² : sur l'ensemble de l'année, celle-ci se réduit de 1,4 point de RDB pour s'établir fin 2010 à 6,5 % (cf. graphique 1).

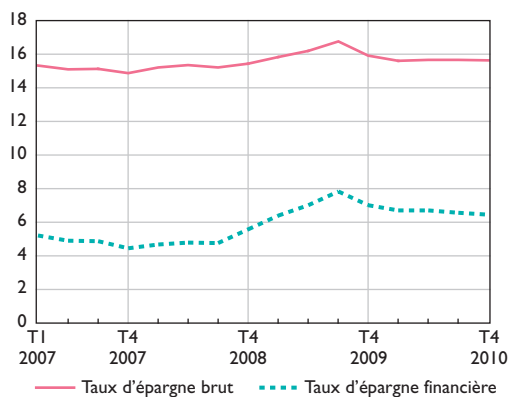
La baisse du taux d'épargne en 2010 s'explique principalement par la reprise de la consommation

qui corrige ainsi sa grande modération de l'année précédente : en 2009, la dépense de consommation finale avait baissé de 0,6 %, en dépit d'une progression de 1,3 % du pouvoir d'achat résultant pour des parts équivalentes de la hausse du revenu nominal (+ 0,7 %) et de la baisse des prix de la consommation finale (- 0,6 %). En 2010, alors que la progression du pouvoir d'achat du revenu disponible brut est ralentie par la reprise, encore modérée, de l'inflation (+ 1,2 % pour les prix de la consommation finale), la dépense de consommation finale augmente de 2,6 % en valeur, soit sensiblement plus vite que le revenu (+ 2,0 %). L'effort particulier d'épargne qu'avaient pu susciter les inquiétudes nées de la crise financière se modère donc quelque peu en 2010, témoignant de l'apaisement de ces craintes.

Le taux d'épargne ³ enregistre une évolution similaire en moyenne dans la zone euro : après avoir enregistré un pic de 15,2 % au dernier trimestre de 2009 – niveau jamais atteint en dix ans –, il s'inscrit régulièrement en baisse en 2010 pour revenir à 13,8 % en fin d'année. Au niveau de la zone euro considérée dans son ensemble, cette baisse du taux d'épargne semble principalement liée à l'érosion du revenu réel (- 0,1 % au quatrième trimestre 2010),

Graphique 1 Taux d'épargne des ménages français

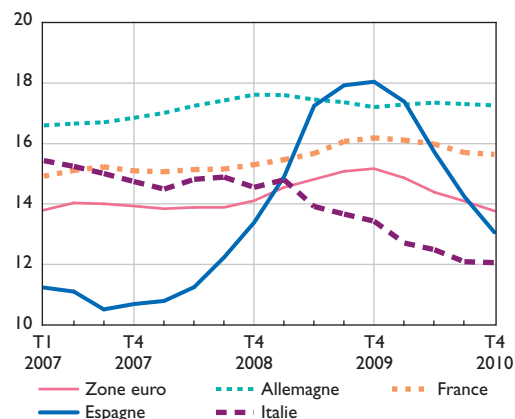
(en % du revenu disponible brut)



Sources : Banque de France, INSEE

Graphique 2 Taux d'épargne des ménages dans la zone euro

(en % du revenu disponible brut)



Sources : Eurostat, INSEE

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

2 Dans le cadre de la comptabilité nationale, l'épargne financière des ménages est mesurée par le flux net de l'ensemble de leurs placements financiers diminué de leur flux net d'endettement.

3 Le taux d'épargne est calculé comme le rapport du flux d'épargne brute cumulé sur quatre trimestres glissants à celui du revenu disponible brut de ménages.

elle-même imputable à la reprise de l'inflation. Cependant, cette évolution est loin d'être uniforme selon les pays. Si le taux d'épargne diminue fortement en Espagne (13,1 % en décembre 2010, après 18 % un an auparavant) et assez sensiblement en Italie (12,1 % en décembre 2010, après 13,4 % à fin 2009), il ne varie guère en Allemagne, se maintenant tout au long de l'année 2010 au voisinage de son niveau de fin 2009, soit 17,3 % (cf. graphique 2).

I | 2 L'investissement logement progresse dans un contexte de reprise du marché de l'immobilier

Parallèlement à la baisse de leur taux d'épargne financière, les ménages français ont réduit leur « taux d'investissement » de 9,2 % en 2009 à 9,0 % du RDB en 2010. Leur investissement en logement continue en effet de se replier en termes réels en 2010, quoique dans des proportions bien moindres qu'en 2009 (- 1,5 %, après - 9,3 %).

Cependant, dans le cadre de la comptabilité nationale, l'investissement logement, qui mesure les acquisitions nettes de logements neufs ainsi que les travaux

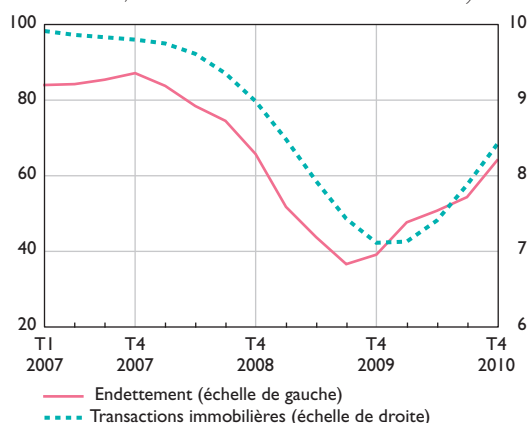
de gros entretien et les coûts liés au transfert de propriété, ne rend pas compte des transactions immobilières sur le marché de l'ancien. Or, celles-ci reprennent fortement en 2010 parallèlement à la remontée des prix de l'ancien. Ce regain d'activité est favorisé par des conditions de financement très attractives du fait du maintien des taux monétaires et obligataires à des niveaux historiquement bas, mais aussi par l'assouplissement de l'offre de prêts immobiliers, constaté dans les enquêtes menées par la Banque de France sur la distribution du crédit, notamment au troisième trimestre 2010⁴. Le flux net annuel d'emprunts immobiliers des ménages, qui amoindrit, par construction, celui de leur épargne financière, s'accroît ainsi fortement, passant de 29 milliards d'euros en 2009 à 59 milliards en 2010 (cf. graphique 3).

2 | Les ménages reprennent leurs placements auprès du système bancaire

En 2010, les ménages investissent davantage dans des produits pouvant être rapidement convertis en liquidités, notamment les placements à vue (livrets d'épargne). Cet engouement pour ce type de produit reflète en partie un motif de précaution et apparaît cohérent avec leur volonté de maintenir un certain niveau de consommation en dépit des incertitudes susceptibles de peser sur l'évolution de leur pouvoir d'achat. Plus généralement, les ménages orientent davantage leur épargne financière vers les produits gérés par le système bancaire, quel que soit leur degré de liquidité⁵. Cet arbitrage s'opère au détriment des contrats d'assurance-vie, mais aussi des titres d'OPCVM (monétaires et non monétaires) et des placements directs en titres de créance et actions dont la durée de détention est généralement plus longue que celle de l'épargne bancaire, si l'on excepte les titres d'OPCVM monétaires. Si les flux nets annuels d'épargne non bancaire demeurent largement positifs, soutenus notamment par des souscriptions de contrats d'assurance-vie encore relativement importantes, ceux de l'épargne bancaire redeviennent positifs au second semestre 2010, effaçant la décollecte qui avait été

Graphique 3 Flux nets d'endettement à long terme et transactions immobilières dans l'ancien

(données cumulées sur quatre trimestres glissants, endettement en milliards d'euros ; transactions immobilières en milliers)



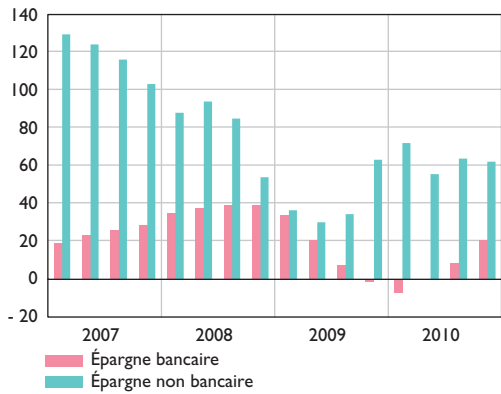
Sources : Banque de France, CGEDD d'après DGFIP (MEDOC) et bases notariales

4 Voir résultats de l'enquête trimestrielle réalisée auprès des banques sur la distribution du crédit en France, décembre 2010 : <http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/telechar/titres/2010-12-france-stat-info-enquete-trimestrielle-aupres-des-banques-sur-la-distribution-du-credit.pdf>

5 La liquidité est la caractéristique d'un actif qui peut être acquis ou cédé à tout moment sans perte en capital. Deux variables sont à prendre en compte afin d'évaluer la liquidité d'un actif : l'échéance (fixée ou non) et la possible perte en capital. Des degrés de liquidité sont établis entre les actifs, la monnaie étant par définition l'actif le plus liquide.

Graphique 4 Épargne des ménages

(flux nets cumulés sur quatre trimestres, en milliards d'euros)



Source : Banque de France

enregistrée du troisième trimestre 2009 au premier semestre 2010 (cf. graphique 4).

2 | Le retour à l'épargne bancaire

En lien avec la hausse de l'inflation, le taux du livret A est relevé à 1,75 % en août 2010, après avoir été maintenu à 1,25 % de juillet 2009 à juillet 2010. Ce relèvement favorise la reprise de la collecte au second semestre de l'année 2010, les flux nets cumulés redevenant positifs après la décollecte enregistrée

jusqu'au début 2010 (cf. graphique 5a) qui avait elle-même fait suite aux très importants placements enregistrés sur le livret A au début de l'année 2009 (21 milliards d'euros au premier trimestre) après la banalisation de sa distribution.

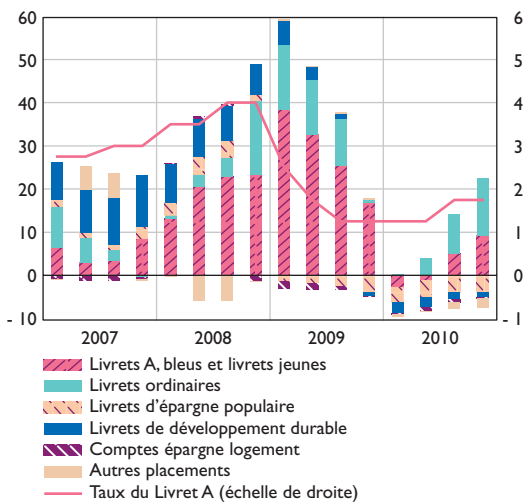
Les autres produits d'épargne réglementée (livret d'épargne populaire, livret de développement durable, compte épargne logement) ne profitent pas dans les mêmes proportions que le livret A de ce relèvement de taux alors que leur rendement est étroitement lié à celui de ce produit phare de l'épargne réglementée (cf. graphique 5b).

Ce sont les livrets ordinaires qui enregistrent la plus forte progression au second semestre 2010 (cf. graphique 5a). Cette accélération de la collecte sur ces produits fiscalisés semble résulter notamment d'un effet d'offre, les banques accentuant leurs efforts commerciaux dans ce domaine en anticipation d'un accroissement de leur besoin de liquidité en raison de la perspective de durcissement de la réglementation prudentielle sur ce volet (cf. Bâle III).

Au total, après une diminution régulière tout au long de 2009, suivie par une contraction au cours du premier semestre 2010, les flux nets de placements à vue redeviennent positifs au second semestre 2010 (cf. graphique 5a).

Graphique 5a Placements à vue des ménages et taux du livret A

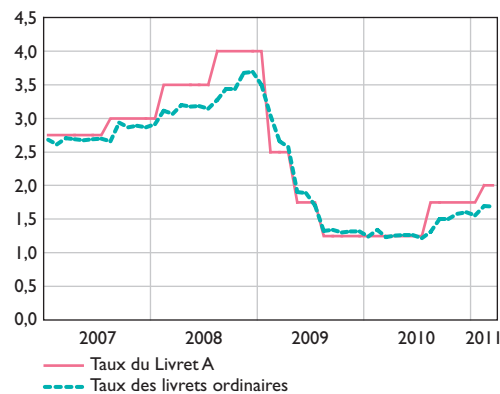
(Flux nets cumulés sur quatre trimestres, en milliards d'euros ; taux en %)



Source : Banque de France

Graphique 5b Taux du livret A et des livrets ordinaires

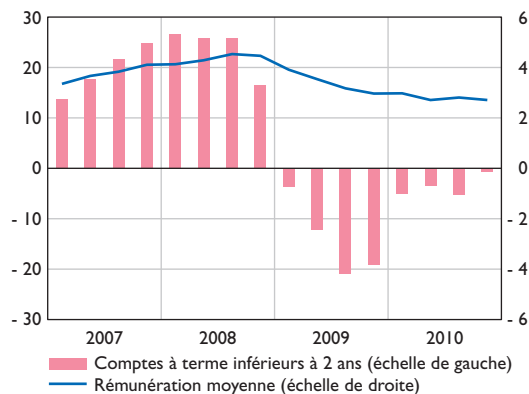
(en %)



Source : Banque de France

Graphique 6a Placements à échéance : flux et rémunération moyenne

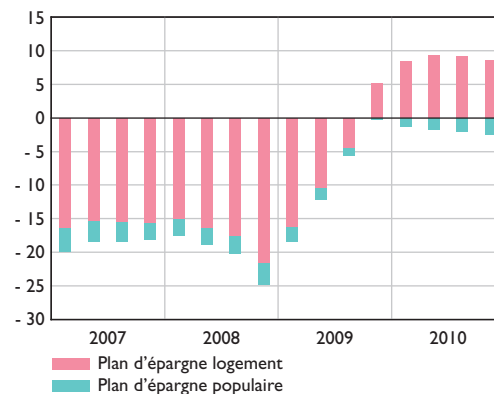
(flux nets cumulés sur quatre trimestres, en milliards d'euros ; taux en %)



Source : Banque de France

Graphique 6b Placements en épargne contractuelle des ménages

(flux nets cumulés sur quatre trimestres, en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Les banques semblent être parvenues à canaliser vers leur bilan une plus grande partie de l'épargne des ménages qui, comme cela a été vu plus haut, s'était investie pour une très large part dans l'assurance-vie au cours des dernières années. L'année 2010 est également marquée par un arrêt de la décollecte sur les comptes à terme et une reprise des placements d'épargne contractuelle, principalement sous forme de plans d'épargne logement (graphiques 6a et 6b). Ces derniers, qui offrent une rémunération de 2,5 % (hors prime d'État) ⁶, ont concurrencé les autres placements bancaires à long terme dont les flux nets continuent, pour leur part, d'enregistrer une décollecte en 2010.

2 | 2 Les flux d'épargne placés en dehors du système bancaire s'amenuisent

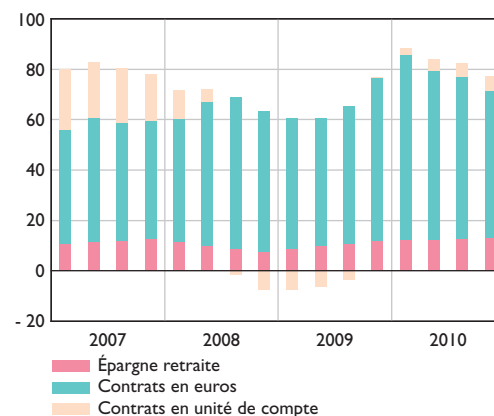
L'amorce de rééquilibrage des placements financiers des ménages français au profit de ceux figurant au passif du système bancaire ne modifie pas sensiblement la structure de leur patrimoine financier : les flux nets d'épargne longue demeurent largement positifs, sous l'effet des importantes souscriptions nettes de

contrats d'assurance-vie (graphique 7) qui passent de 76,9 milliards en 2009 à 77,3 milliards en 2010.

L'assurance-vie comprend les contrats d'assurance-vie proprement dits, mais aussi ceux d'assurance-décès ainsi que la majorité des contrats d'épargne retraite. La nouvelle méthodologie des comptes nationaux permet désormais de distinguer, au sein des contrats

Graphique 7 Souscriptions/rachats nets de contrats d'assurance-vie

(flux nets cumulés sur quatre trimestres, en milliards d'euros)



Source : Banque de France

⁶ Le taux du PEL s'établit depuis juillet 2003 à 2,5 % hors prime d'État. Pour les plans ouverts à compter du 1^{er} mars 2011, il est fixé selon une règle fondée sur les taux swap à échéance de 2, 5 et 10 ans, selon une méthode définie par le comité de normalisation obligataire. Il est ainsi égal à 70 % du taux swap à 5 ans et 30 % du taux à 10 ans minoré du taux à 2 ans. Le nouveau mode de détermination du taux du PEL fixe également un taux plancher de 2,5 %. Cette rémunération est augmentée d'une prime d'État de 1 % acquise en cas de réalisation d'un prêt épargne logement.

d'assurance-vie, ceux souscrits dans un cadre professionnel au titre de l'épargne retraite⁷. Il apparaît que les flux nets cumulés de fonds de retraite d'une part et de contrats d'assurance-vie en unités de compte d'autre part restent encore très inférieurs à ceux des contrats en euros.

On observe que les flux de collecte de l'assurance-vie diminuent de façon régulière tout au long de l'année. Entre autres raisons de ce fléchissement, le futur assujettissement des sociétés d'assurance aux dispositions prudentielles prévues par la directive européenne Solvabilité II peut les avoir incitées à réorienter en partie leurs placements vers les titres d'État qui sont moins rémunérateurs que les autres titres cotés, ce qui a été de nature à peser sur les rendements offerts aux ménages sur les nouveaux contrats d'assurance-vie en euros offerts à la souscription. En outre, les annonces relatives à l'éventualité d'une révision de la fiscalité de l'assurance-vie ont pu un temps contribuer à freiner les nouvelles souscriptions de contrats en 2010⁸.

Néanmoins, les placements d'assurance-vie en euros qui sont assortis d'une rémunération garantie et ne font pas courir de risque en capital continuent d'offrir aux ménages la possibilité de se constituer une

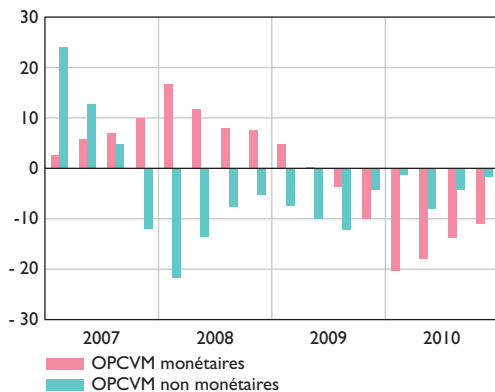
épargne retraite individuelle. A ce titre, les placements en assurance-vie pourraient bénéficier à l'avenir d'un regain d'intérêt dans l'hypothèse d'une remontée des taux longs accompagnant la reprise économique.

Parmi les autres types de placements auprès des intermédiaires financiers non bancaires, les titres d'OPCVM occupent quant à eux une place qui apparaît très minoritaire face à l'assurance-vie. Une décollecte est en outre observée sur les OPCVM monétaires depuis juin 2009 et depuis la fin de l'année 2007 sur les OPCVM non monétaires (cf. graphique 8). Ces derniers ont certes moins souffert du handicap dont les premiers ont pâti du fait de la faiblesse des taux courts. Ils ont néanmoins enregistré une collecte légèrement négative sur l'ensemble de l'année 2010.

S'agissant des titres de créance et des actions que les ménages français détiennent en direct, leur encours est relativement faible comparé à ceux des placements bancaires et des contrats d'assurance-vie (cf. graphique 9). Les turbulences sur les marchés obligataires liées aux tensions qui ont affecté différents marchés de titres de la dette souveraine en Europe et la volatilité des marchés boursiers expliquent sans doute pour une part leurs dégagements de ces classes d'actifs en 2010.

Graphique 8 Souscriptions/rachats nets de titres d'OPCVM

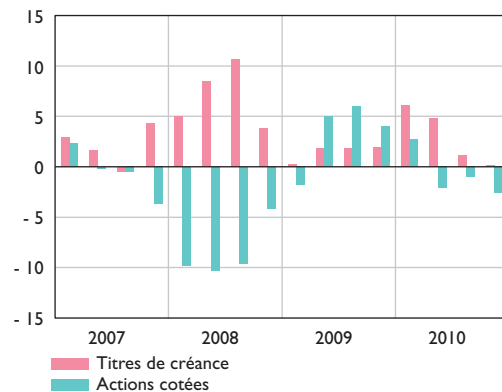
(flux nets cumulés sur quatre trimestres, en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Graphique 9 Souscriptions/rachats nets de titres de créance et actions cotées

(flux nets cumulés sur quatre trimestres, en milliards d'euros)



Source : Banque de France

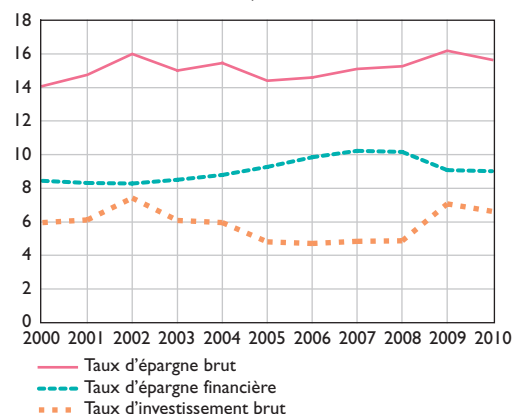
7 Les fonds de retraite comprennent les contrats à prestations définies (article 39 du code général des impôts), les contrats d'indemnité de fin de carrière, les engagements d'institutions de retraite supplémentaire, les contrats relevant de l'article L441 du code des assurances, les plans d'épargne retraite d'entreprise, les contrats relevant des codes 82 et 83 du code général des impôts et les contrats Madelin.
 8 Les dispositions relatives à la fiscalité du patrimoine introduites dans le projet de loi de Finances rectificative pour 2011 adopté en Conseil des ministres le 11 mai 2011 ont toutefois laissé inchangé le régime fiscal de l'assurance-vie.

3| Principaux traits d'évolution de l'épargne des ménages français sur la dernière décennie

Malgré son fléchissement constaté en 2010, le taux d'épargne des ménages français est aujourd'hui plus élevé qu'au début des années deux mille. Sur la décennie 2000-2010, il a augmenté de 2 points du revenu disponible brut tandis que le taux d'épargne financière ne progressait que de 0,5 point (cf. graphique 10). Ces évolutions n'ont cependant pas été synchrones. Le taux d'épargne a régulièrement augmenté à partir de 2005 avant d'accentuer sa hausse en 2008 dans le contexte de la crise financière. En revanche, le taux d'épargne financière, qui baissait régulièrement depuis 2002, n'a dû son augmentation sur la période qu'à la forte progression intervenue en 2009, qui l'a porté jusqu'à 7,2 % du RDB. C'est la hausse du taux d'investissement des ménages observée jusqu'en 2008 qui explique l'écart croissant entre leur taux d'épargne global et leur taux d'épargne financière, l'investissement en logement représentant une composante de plus en plus importante. Certes, cette évolution engagée depuis le milieu de la dernière décennie semble révolue depuis l'année 2009. Toutefois, il convient

Graphique 10 Épargne brute, investissement brut et épargne financière des ménages

(en % du revenu disponible brut)



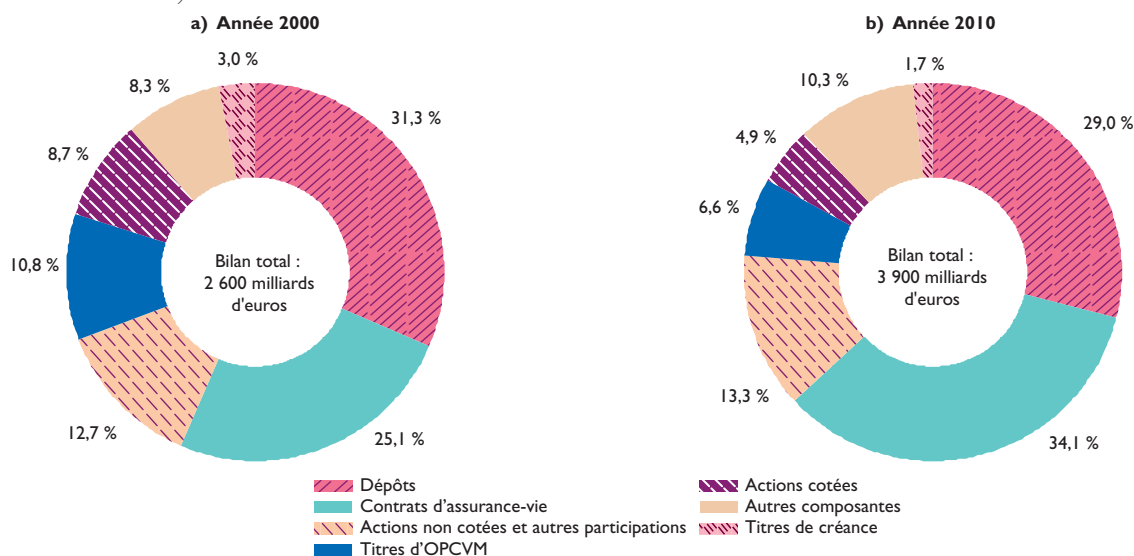
Sources : INSEE, Banque de France

de garder à l'esprit que l'investissement logement ne prend pas en compte les transactions sur le marché de l'ancien, qui augmentent fortement en 2010 en valeur comme en volume.

Avant de s'interrompre avec la crise financière, le repli du taux d'épargne financière des ménages français au cours de la majeure partie de la dernière décennie s'est accompagné d'un changement dans la structure de leurs actifs.

Graphique 11 Répartition par type d'instruments des placements financiers des ménages

(en % du total des encours)



Source : Banque de France

Au début des années deux mille, leur encours de dépôts auprès des banques constitue la composante la plus importante de leur portefeuille (31 %), devançant largement les contrats d'assurance-vie — y compris l'épargne-retraite (25 %) (cf. graphique 11a). Dix ans plus tard, ces mêmes contrats d'assurance-vie ont supplanté les dépôts bancaires dans le patrimoine financier des ménages pour en représenter plus du tiers (34 %) en 2010 (cf. graphique 11b). Au total, la part de la somme des dépôts bancaires et de l'assurance-vie s'est accrue dans leur portefeuille (63,1 % en 2010 au lieu de 56,4 % en 2000) au détriment de leur détention de titres d'OPCVM dont la part est tombée de 10,8 %

en 2000 à 6,6 % en 2010. La plus forte baisse est celle de leur détention directe d'actions cotées et de titres de créance dont les proportions correspondantes reviennent en 2010 respectivement à 4,9 % et 1,7 %.

Ainsi, si les ménages français ont tendu à réserver une place plus large aux contrats d'assurance-vie qu'aux dépôts bancaires au sein de leur patrimoine financier, évolution qui s'est légèrement démentie en 2010, ils ont également confirmé leur préférence pour l'épargne intermédiée au détriment de leur détention directe de titres, préférence qui pourrait se maintenir dans les prochaines années.

Épargne et choix de portefeuille des ménages : approches micro et macroéconomiques

Vladimir BORGY

*Direction des Études monétaires
et financières*

Luc ARRONDEL et Frédérique SAVIGNAC

*Direction des Études microéconomiques
et structurelles*

La crise financière a rappelé le rôle majeur des comportements d'épargne et de placement des ménages dans les équilibres financiers. Par ailleurs, les investissements et l'allocation stratégique des actifs à long terme sont des enjeux clés pour les pays confrontés au vieillissement de leur population. La conférence internationale organisée par la Banque de France en mars 2011 a permis de dresser un état des lieux des évolutions des portefeuilles des ménages en Europe et aux États-Unis. Une attention particulière a été portée aux effets de la crise financière, à ses conséquences et aux défis de long terme à relever pour les régulateurs, les banques centrales, les investisseurs institutionnels et financiers ainsi que les ménages eux-mêmes.

Les travaux présentés font apparaître des effets contrastés de la crise selon les pays mais également au sein des populations. La perte moyenne en richesse nette a été massive, en particulier aux États-Unis, entre 2007 et 2009 et a concerné surtout les ménages les plus riches. Par ailleurs, certains ménages ont enregistré des gains sur la même période. Les pertes de richesse semblent avoir reflété essentiellement les évolutions des prix des actifs, les ménages ayant effectué peu de réallocations au sein de leurs portefeuilles.

Les interventions ont également mis en avant le rôle majeur des actifs immobiliers dans le comportement d'épargne des ménages et dans la transmission des chocs de prix d'actifs.

En outre, la question du financement à long terme a fait l'objet de plusieurs contributions. La question du rôle de la prévisibilité des rendements des actifs financiers pour l'allocation stratégique à long terme des actifs a été abordée. Enfin, face à l'accroissement de l'épargne placée sur les marchés financiers, conséquence de l'augmentation du niveau de vie, du développement des innovations financières et du renforcement des responsabilités individuelles pour le financement des besoins de long terme (retraite, santé, dépendance), les politiques d'éducation financière et l'information du public par les pouvoirs publics, mais aussi par les acteurs des marchés financiers, sont apparues comme essentielles.

Mots-clés : Choix de portefeuille, épargne, immobilier, retraites

Codes JEL : E21, F36, G11, G22

NB : Les auteurs remercient très chaleureusement Nicoletta Berardi, Imen Ghattassi et Kévin Tracol pour leur aide à l'établissement de cet article.

La Banque de France a organisé les 24 et 25 mars derniers une conférence sur le thème : « Épargne et choix de portefeuille des ménages : approches micro et macroéconomiques ». Cet événement visait à dresser un panorama des comportements d'épargne des ménages en confrontant les points de vue d'experts de banques centrales, de chercheurs universitaires et d'investisseurs institutionnels et financiers.

Comme évoqué par Christian Pfister (Banque de France) dans son allocution d'ouverture, la crise financière a souligné les risques qui peuvent être associés à la composition de la richesse nette des ménages (endettement, immobilier, part des actifs risqués, etc.) pour la stabilité financière. Mais au-delà des enjeux de stabilité financière, la connaissance et la compréhension des comportements patrimoniaux des ménages constituent une nécessité pour la conduite de la politique monétaire. Les banques centrales doivent par exemple évaluer les effets de la valorisation des actifs financiers et immobiliers sur l'épargne et la consommation, appréhender l'évolution et la formation des anticipations des agents, ou encore se préoccuper des conséquences du vieillissement de la population sur l'allocation stratégique de long terme des actifs.

Pour répondre à ces questions, évaluer les risques et définir les mesures économiques appropriées, le recours à des approches complémentaires fondées, d'une part, sur les données macroéconomiques, d'autre part, sur des données individuelles collectées auprès des ménages s'avère nécessaire, comme l'a souligné Thomas Piketty (Paris School of Economics). Le Système fédéral de réserve (Fed) réalise ainsi régulièrement une enquête auprès des ménages américains sur leur patrimoine et leur comportement d'épargne et de consommation (*Survey of Consumer Finance*). De son côté, l'Eurosysteme est engagé dans la réalisation d'une grande enquête sur les comportements d'épargne des ménages européens, le *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS) dont les premiers résultats pour l'ensemble de la zone euro sont attendus pour fin 2012.

L'originalité de la conférence a résidé dans la multiplicité des approches présentées : les trois sessions de présentation d'articles ont chacune apporté un double éclairage, micro et macroéconomique,

sur les évolutions du patrimoine des ménages, le rôle des anticipations dans les choix d'allocations d'actifs ou encore la question des retraites. Trois lectures ont été données par des experts renommés : Arthur Kennickell (Fed) sur la situation financière des ménages américains, Annamaria Lusardi (NBER et Dartmouth College) sur le rôle de l'éducation financière et Luis Viceira (Harvard Business School) sur les choix de portefeuille des patrimoines élevés. Deux tables rondes se sont également tenues : la première, consacrée aux effets de la crise financière, a été l'occasion de confronter les points de vue des experts d'institutions financières (banques, assurances) et d'investisseurs institutionnels. La table ronde finale a abordé la question des besoins de financement de long terme des ménages (retraite, santé, dépendance). La conférence a ainsi été l'occasion de traiter de questions qui intéressent directement les banques centrales, les investisseurs institutionnels et financiers, les pouvoirs publics et plus généralement un grand nombre de ménages. Cet article revient sur ses principaux enseignements : les déterminants des portefeuilles financiers et immobiliers, les effets de la crise et les problématiques liées au besoin de financement de long terme des ménages.

I | Que sait-on du comportement d'épargne des ménages ?

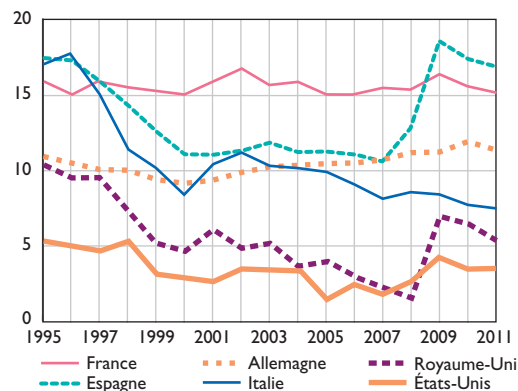
L'épargne et les comportements patrimoniaux des ménages jouent partout un rôle important dans le financement de l'économie. On observe toutefois de grandes disparités selon les pays, en matière de taux d'épargne, de montant et de composition des patrimoines des ménages. Ainsi, la France est un des pays où le taux d'épargne des ménages est le plus haut en Europe (15 %). À titre comparatif, les ménages américains épargnent moins de 5 % de leur revenu disponible (cf. graphique 1). En revanche, seuls 20 % des ménages français détenaient directement ou indirectement des actions en 2009¹, contre 50 % des ménages américains². Les arbitrages en faveur de la composante immobilière de la richesse sont également très variés : 58 % des ménages sont propriétaires de leur logement principal en France, ils sont 68 % aux États-Unis et 83 % en Espagne.

1 Source : Enquête Patrimoine 2009 (Insee)

2 La proportion de ménages détenteurs d'actions est encore inférieure en Allemagne (17 %), en Italie (15 %) ou en Espagne (14 %).

Graphique 1 Évolution des taux d'épargne en Europe et aux États-Unis depuis 1995

(en %)



Source : OCDE

Luis Viceira³ a souligné les difficultés rencontrées par les économistes pour expliquer ces allocations d'actifs. Il a ainsi dressé un inventaire des questions en suspens pour la recherche. Michael Scharnagl (Bundesbank)⁴ et Vladimir Borgey (Banque de France)⁵ ont dressé un panorama de la dynamique des portefeuilles financiers en Allemagne et en France sur longue période. Enfin, la composante immobilière des patrimoines a été abordée par Olympia Bover (Banque d'Espagne)⁶ dans son analyse des déterminants des décisions d'acquisitions immobilières en Espagne.

I | I Des énigmes non résolues

En introduction de sa lecture, Luis Viceira a rappelé qu'une meilleure connaissance des comportements patrimoniaux des agents requiert de s'appuyer sur une description approfondie des comportements ainsi que sur des recherches normatives visant à comprendre les choix de portefeuille des ménages (cf. Campbell, 2006)⁷. La confrontation de ces deux aspects fait apparaître que le comportement des ménages diffère des prédictions des modèles théoriques « standards » (hypothèse du cycle de vie, théorie des choix de portefeuille). L'un des exemples

les plus fameux de cette divergence est l'énigme de la prime de risque sur les actions (*equity premium puzzle*) : alors que les modèles enseignent que les portefeuilles des ménages doivent être parfaitement diversifiés et inclure une part, même minime d'actifs risqués, on observe des taux de détentions d'actions hétérogènes selon les pays et souvent faibles.

Pour résoudre ces « énigmes », la littérature théorique récente s'est développée autour de deux axes.

- Développer notre connaissance des comportements des individus en mettant en évidence certains biais cognitifs. La finance « comportementale » s'attache ainsi à tenir compte de dimensions psychologiques absentes des modèles standards.

- Considérer que, face à la complexité de l'environnement économique, les individus font des erreurs et ne sont pas en mesure de prendre les décisions conformes à leurs préférences. Cette complexité tient à la difficulté de planifier des séquences d'investissement à long terme et aux imperfections sur les marchés financiers. Ces dernières peuvent résulter de multiples facteurs : caractère illiquide de certains actifs, contraintes d'accès au crédit, complexité des produits financiers ou encore des systèmes fiscaux.

Ces deux explications ne sont pas exclusives l'une de l'autre et il existe des interactions entre la psychologie des comportements et les évolutions de l'environnement économique.

I | 2 Évolution du patrimoine financier des ménages : l'exemple de la France et de l'Allemagne

D'un point de vue descriptif, il apparaît que la structure des portefeuilles se modifie sur longue période. En particulier, la part des contrats d'assurance-vie et des fonds de pension dans les portefeuilles des ménages français a fortement progressé au cours des dernières décennies (cf. graphique 2). Des évolutions similaires sont par exemple observées en Allemagne.

3 Viceira (2011) : "Investment decisions of high net worth households"

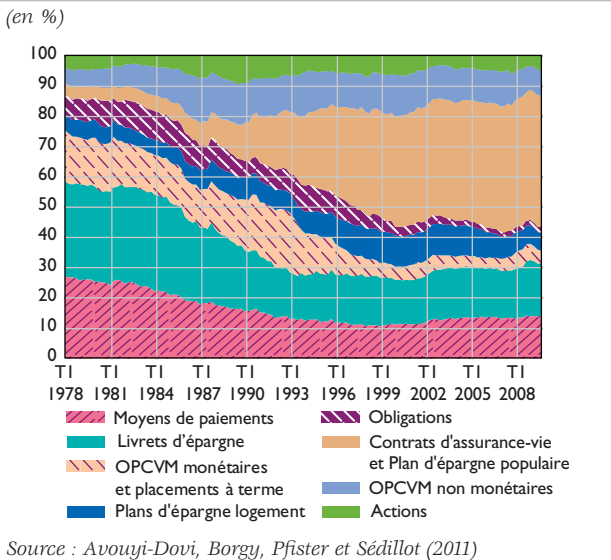
4 Ramb et Scharnagl (2011) : "Households' portfolio structure in Germany"

5 Avouyi-Dovi, Borgey, Pfister et Sédillot (2011) : "An empirical analysis of portfolio choice in France"

6 Bover (2011) : "Housing purchases and the dynamics of housing wealth"

7 Campbell (2006) : "Household finance", *Journal of Finance*, vol. LXI, n° 4, p. 1553-1604

Graphique 2 Évolution de la structure des portefeuilles financiers des ménages en France (1978-2009)



Cette déformation peut s'expliquer par de nombreux déterminants des choix des ménages : les écarts de rendements entre actifs, les dispositifs fiscaux, la liquidité des actifs. Elle peut aussi refléter des ajustements liés aux innovations financières sur la période (développement de nouveaux produits d'épargne...) ou encore des changements structurels comme le vieillissement de la population. Ce constat constitue le point de départ des travaux présentés par Michael Scharnagl et Vladimir Borgy, basés respectivement sur des données allemandes (période 1959-2009) et françaises (période 1978-2009). Leurs études s'appuient sur une méthodologie commune, le modèle FAIDS⁸. Celui-ci permet notamment d'identifier le caractère complémentaire ou au contraire substituable des différents actifs financiers et de tenir compte de facteurs macroéconomiques dans un cadre unifié et cohérent. Dans les deux pays, les résultats mettent en évidence le rôle significatif des évolutions démographiques sur la structure des portefeuilles. Par exemple, avec les données françaises, il s'avère qu'un accroissement de la part des personnes de plus de 65 ans dans la population a eu un impact négatif sur la détention d'actifs risqués (actions détenues directement ou *via*

des OPCVM non monétaires principalement) et a favorisé les placements sous forme d'obligations et de contrats d'assurance-vie. Ceci est conforme à ce qui est préconisé par la littérature académique : une population « vieillissante » devrait augmenter la part de son portefeuille liquide non risqué et diminuer la part détenue sous forme d'actifs risqués.

La discussion de Jérôme Glachant (Université d'Évry-Val d'Essonne) a porté sur les choix de modélisation retenus dans les deux études. En particulier, il a rappelé les principales différences entre le modèle FAIDS et le modèle d'utilité espérée, plus largement diffusé dans la littérature.

I | 3 Le rôle de l'immobilier

Comme évoqué par le sous-gouverneur de la Banque de France Jean-Paul Redouin, l'évolution de la composante immobilière des patrimoines est un sujet d'étude majeur pour les banques centrales : cet actif constitue généralement une part importante de la richesse des ménages (plus de 50 % en France) et l'évolution des prix dans ce secteur est une composante essentielle des équilibres financiers.

Les actifs immobiliers présentent des caractéristiques très différentes des actifs financiers. Leur spécificité s'explique essentiellement par leur double nature, de bien durable de consommation (qui permet de satisfaire les besoins en logement, présent et futurs) et de bien d'investissement (qui contribue à la diversification des portefeuilles mais aussi à leur risque). La faible liquidité et la durabilité de cet actif lui donnent également un statut particulier dans le portefeuille des ménages. De plus, les acquisitions immobilières des ménages sont le plus souvent financées en recourant aux emprunts bancaires et nécessitent généralement un apport personnel. Par ailleurs, le rôle des actifs immobiliers, notamment comme garantie bancaire lors d'opérations de prêts, semble avoir été déterminant dans le déroulement de la crise aux États-Unis (cf. Duca, Muellbauer et Murphy, 2010)⁹. Du point de vue des ménages, l'immobilier joue un rôle prépondérant dans les choix

8 Ce modèle trouve son origine dans les modèles de système de demande (Almost Ideal Demand System – AIDS) proposés par Deaton et Muellbauer (1980) dont l'adaptation à des systèmes de demande d'actifs financiers a été développée notamment par Barr et Cuthbertson (1991).

Barr et Cuthbertson (1991) : "Neo-classical consumer demand theory and the demand for money", *Economic Journal*, 101 (407), p. 855-876

Deaton et Muellbauer (1980) : "An almost ideal demand system", *American Economic Review*, vol. 70 (3), p. 312-326

9 Duca, Muellbauer et Murphy (2010) : "Housing markets and the financial crisis of 2007-2009: Lessons for the future", *Journal of Financial Stability*, vol. 6(4), p. 203-217

d'allocation d'actifs. Il permet ainsi de couvrir tout le spectre des motifs d'épargne :

- motif de précaution, car sa détention permet de se couvrir contre les aléas des évolutions futures des loyers ;
- motif de retraite, car il satisfait les services d'habitat des vieux jours et en cas de revente permet de financer la consommation aux âges avancés ;
- motif de transmission, car cet actif peut être légué à ses enfants et constitue l'essentiel de nombreuses successions.

Une analyse des déterminants des achats immobiliers des ménages en Espagne a été présentée par Olympia Bover. Elle s'appuie sur l'enquête réalisée par la Banque d'Espagne auprès des ménages espagnols depuis 2002¹⁰ pour identifier les déterminants des montants des achats immobiliers ainsi que ceux de l'année à laquelle ces achats ont lieu. L'originalité de l'étude est de s'intéresser aux transactions immobilières et non au stock ou aux prix immobiliers. Ses résultats mettent en avant l'impact des anticipations des rendements immobiliers futurs sur la décision d'achat immobilier des ménages. Les anticipations jouent essentiellement sur les montants investis (les investissements immobiliers sont plus importants lorsque les ménages anticipent une hausse des rendements futurs) mais elles ne semblent pas modifier la date d'achat. Les conclusions sont similaires quelle que soit la nature de l'acquisition immobilière : résidence principale, secondaire ou immeuble de rapport.

Anne Laferrère (Insee) a rappelé les particularités du marché immobilier en Espagne : plus de 80 % des ménages sont propriétaires de leur résidence principale et les résidences secondaires représentent une forte proportion du stock de logements (environ un tiers du total). Son commentaire a souligné l'adéquation entre ces éléments factuels et la modélisation économétrique adoptée dans l'article. La principale suggestion a porté sur la mesure des anticipations : des mesures plus désagrégées au niveau individuel (tenant compte notamment des effets de l'éducation des individus sur la formation de leurs anticipations) seraient utiles pour confirmer les résultats obtenus.

2| Les effets de la crise sur l'épargne des ménages : premiers bilans

La conférence a été l'occasion de dresser un premier bilan des effets de la crise sur les patrimoines des ménages et des politiques publiques de protection des épargnants et de régulation des marchés.

La lecture d'Arthur Kennickell¹¹, présidée par Thomas Piketty, a dévoilé les effets contrastés de la crise au sein de la population américaine. Ce diagnostic sur les comportements des ménages américains a été complété par l'analyse des portefeuilles de riches ménages présentée par Luis Viceira¹². Frédérique Savignac (Banque de France)¹³ a présenté une étude traitant des effets des évolutions des prix d'actifs immobiliers et financiers sur la consommation des ménages en France. Puis une table ronde présidée par Edouard Vieillefond (Autorité des marchés financiers – AMF) s'est ouverte par la lecture d'Annamaria Lusardi consacrée à ses travaux sur l'éducation financière des ménages et Olivier Garnier (Société Générale), Philippe Trainar (SCOR) et Benjamin Dubertret (Caisse des dépôts et consignations) ont fait part de leur expérience en matière de gestion d'actifs dans le contexte de la récente crise financière.

2| I Des effets contrastés au sein de la population américaine

Les premiers résultats de l'édition 2009 de l'enquête *Survey of Consumer Finances* (SCF) réalisée par la Fed (cf. encadré 1) ont été présentés par Arthur Kennickell. Il a rappelé qu'aux États-Unis la richesse nette des ménages a diminué de 20 % en moyenne entre 2007 et 2009.

Les données collectées au niveau des ménages indiquent que cette baisse a affecté tous les niveaux de richesse. Cependant, elles révèlent aussi que ces moyennes masquent de fortes disparités au

10 Cette enquête (Encuesta financiera de las familias, EFF) est intégrée à l'enquête de l'Eurosystème, le Household finance and consumption survey (cf. encadré 1).

11 Kennickell (2011) : "Tossed and turned: distributional shifts in the United States 2007-2009"

12 Viceira (2011) : "Investment decisions of high net worth households"

13 Arrondel, Savignac et Tracol (2011) : "Wealth effect on consumption plans: French households in the crisis"

sein de la population américaine. Si la majorité des ménages (62,5 %) a connu des pertes importantes, d'autres (environ 36,8 %) ont enregistré des gains. En 2009, les montants médians des pertes (respectivement des gains) sont évalués à 41,5 % de la richesse nette de ces ménages en 2007 (respectivement 32,8 %). Les ménages qui ont connu un accroissement de leur richesse nette au cours de la période sont notamment des détenteurs de patrimoine professionnel (dirigeants d'entreprise) dont les activités se trouvaient dans des secteurs porteurs. La baisse globale de la richesse nette

provient essentiellement des pertes subies par les ménages se situant parmi les 1 % les plus riches de la population. Ces ménages qui détiennent un tiers du patrimoine net global (aussi bien en 2007 qu'en 2009), ont vu baisser, en moyenne, leur richesse nette de 9 à 6,9 millions de dollars entre les deux dates. Ces pertes représentent la moitié de la baisse globale de la richesse nette totale des ménages. Arthur Kennickell a également souligné que les taux de détention d'actifs¹⁴ ont peu évolué entre 2007 et 2009. Plus de la moitié des ménages n'ont pas effectué de réallocation d'actifs au sein de leur portefeuille. La présence de dette

ENCADRÉ I**Analyser l'épargne et les choix de portefeuille des ménages à partir de données individuelles**

Deux caractéristiques majeures des patrimoines sont à considérer pour analyser les comportements d'épargne des ménages. D'une part, la répartition du patrimoine global est concentrée auprès de certains ménages : les 1 % les plus riches détiennent un tiers du patrimoine global aux États-Unis, cette proportion étant de l'ordre d'un quart pour la France. D'autre part, l'éventail des actifs immobiliers, financiers, professionnels et des dettes varie d'un ménage à l'autre : les évolutions observées au niveau macroéconomique peuvent ainsi résulter de la situation de certaines sous-populations, comme cela a été le cas des ménages américains endettés pendant la crise financière. Pour comprendre ces phénomènes, des informations individuelles recueillies au niveau des ménages par le biais d'enquêtes représentatives sont nécessaires. La conférence a été l'occasion d'évoquer les questions méthodologiques associées à la collecte de ces informations. Arthur Kennickell (Fed) a fait part de son expérience en la matière en évoquant l'enquête américaine, le Survey of Consumer Finances. Michael Ehrmann (Banque centrale européenne – BCE) a détaillé l'enquête actuellement en cours de réalisation dans l'Eurosystème, le Household Finance and Consumption Survey.

L'enquête de la Fed : Survey of Consumer Finances (SCF)

Depuis 1983, la Fed conduit tous les trois ans une enquête auprès des ménages américains sur leur patrimoine (immobilier, financier, professionnel, retraite) et leur endettement. Suite à la crise, les ménages interrogés en 2007 ont été recontactés en 2009 pour diagnostiquer finement les modifications intervenues dans leurs finances.

L'enquête de l'Eurosystème : Household Finance and Consumption Survey (HFCS)

Une enquête harmonisée dans les pays membres de l'Eurosystème sur le patrimoine des ménages a été lancée en 2008. L'objectif est d'analyser les comportements d'épargne des ménages, leurs choix de portefeuille, leur endettement, leur retraite, etc. Ces données permettront des comparaisons internationales et la construction d'indicateurs agrégés pour l'ensemble de la zone. Elles seront à terme accessibles aux chercheurs.

Le dispositif s'appuie sur les enquêtes déjà existantes dans certains pays : enquête SHIW (Survey on household income and wealth) de la Banque d'Italie, l'enquête EFF (Encuesta financiera de las familias) de la Banque d'Espagne, et l'enquête Patrimoine de l'Insee à laquelle la Banque de France s'est associée pour l'édition 2009.

Des informations détaillées sont disponibles sur le site internet de la BCE : http://www.ecb.int/home/html/researcher_hfcn.en.html

14 Il s'agit du pourcentage de ménages dans la population américaine détenant un actif considéré.

a été constante (environ deux tiers des ménages américains ont un ou plusieurs crédits) et le taux de propriétaires d'immobilier résidentiel a été stable (il varie de 50 % pour la moitié des ménages les moins riches à 100 % parmi les 1 % les plus riches). L'analyse de l'enquête de la Fed fait ainsi apparaître que les modifications de richesse intervenues entre 2007 et 2009 sont essentiellement dues aux évolutions des prix des actifs. Enfin, les ménages américains se sont déclarés globalement plus prudents en 2009 : ils annoncent majoritairement souhaiter accroître leur épargne de précaution et restreindre leur prise de risques.

Luis Viceira a apporté un éclairage supplémentaire sur les choix de portefeuille des ménages américains les plus riches. Comme évoqué précédemment, la compréhension des mouvements globaux de patrimoine passe par l'analyse des catégories de la population au patrimoine élevé. Luis Viceira s'appuie sur des données individuelles fournies par une entreprise spécialisée dans la gestion des hauts patrimoines (la richesse moyenne des ménages considérés s'élève à 13 millions de dollars). Ces ménages présentent certaines caractéristiques susceptibles d'avoir des effets spécifiques sur leurs comportements patrimoniaux : le patrimoine financier représente une part prépondérante (entre 60 % et 80 %) de leur patrimoine. Les portefeuilles sont très diversifiés, tous les types d'actifs financiers y étant présents avec une très grande variété de supports. Un des enseignements principaux de l'analyse de ces portefeuilles sur la période 2000-2009 est leur très grande stabilité. Le portefeuille moyen est ainsi investi à 30 % dans des titres à revenu fixe (obligations), 50 % en actions cotées, 10 % dans des *hedge funds*, et 10 % en fonds de capital-investissement et capital-risque. Cette stabilité suggère des motivations fiscales : les réallocations au cours du temps semblent viser à maintenir cette répartition. Un changement notable est toutefois intervenu fin 2008 avec une baisse significative de la part des actions à 20 % dans le patrimoine financier. Cette baisse reflète les évolutions des prix sur les marchés financiers, les ménages ne semblant pas avoir réorienté leurs investissements pendant la crise.

2 | 2 En France, des effets de richesse sur la consommation limités mais des anticipations plus pessimistes

Avec la récente crise financière, les ménages en France ont dû faire face à une incertitude renforcée quant à l'évolution des prix des actifs immobiliers et financiers. En effet, les prix immobiliers ont baissé de 7 % en 2008 après avoir augmenté régulièrement au cours de la décennie précédente (+ 50 % en 10 ans). Dans le même temps, les marchés financiers ont connu une chute spectaculaire à partir de décembre 2007 (- 40 % au cours de l'année 2008).

L'étude présentée par Frédérique Savignac s'intéresse à l'impact de ces évolutions des prix d'actifs sur le comportement de consommation des ménages. En effet, la théorie du cycle de vie prévoit que les ménages lissent leur consommation tout au long de leur cycle de vie grâce à leur épargne. En cas de chocs non anticipés sur leur richesse, ils peuvent être amenés à réviser leurs plans de consommation. Si cette question a été souvent traitée à partir de données agrégées (cf. Chauvin et Damette, 2010)¹⁵, cette étude est la première pour la France à être réalisée à partir de données individuelles. Dans une première partie, les auteurs s'appuient sur l'Enquête Patrimoine 2009 de l'Insee (cf. encadré 1) pour évaluer l'effet quantitatif du patrimoine sur la consommation. Un effet limité mais significatif est trouvé : un euro de richesse supplémentaire se traduirait par un supplément de 0,3 centime de consommation annuelle. Cette évaluation est cohérente avec les travaux antérieurs réalisés sur données macroéconomiques. Le recours aux données individuelles permet en outre de mettre en évidence des effets de richesse différents selon la composition des portefeuilles des ménages : la richesse financière ne joue un rôle significatif que sur la consommation des détenteurs d'actions, qui sont les ménages les plus sensibles aux évolutions des marchés financiers.

Dans une seconde partie, les auteurs s'appuient sur l'enquête PATER¹⁶ qui fournit notamment

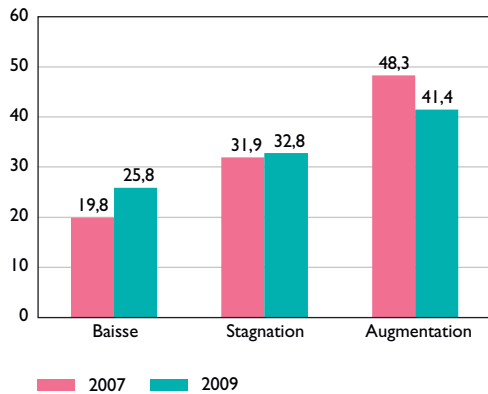
¹⁵ Chauvin et Damette (2010) : "Wealth effects: the French case", Document de travail de la Banque de France, n° 276

¹⁶ PATER pour Préférences et Patrimoines face au temps et au risque, première vague réalisée par l'Insee en 1998 sous forme de module complémentaire à l'Enquête Patrimoine, puis enquête reconduite à l'initiative de Luc Arrondel (Banque de France et CNRS-PSE) et André Masson (CNRS-EHESS), par l'institut TNS Sofres, sous la forme d'un questionnaire postal. L'édition de 2009 comprend un échantillon de 3 783 ménages représentatifs de la population française.

Graphiques 3 Évolution des anticipations des ménages en France entre 2007 et 2009

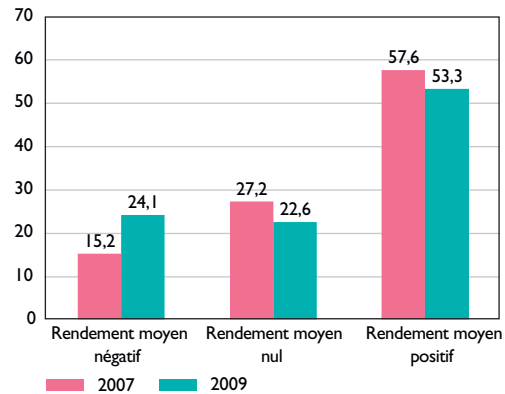
(en %)

Anticipations des variations de revenu du ménage sur les 5 ans à venir



Lecture : En 2007, 19,8 % des ménages pensaient que leur revenu allait en moyenne baisser sur les cinq prochaines années.
Source : Arrondel, Savignac, Tracol (2011)

Anticipations des rendements boursiers sur les 5 ans à venir

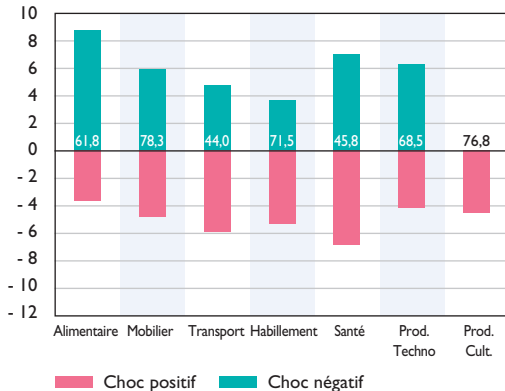


Lecture : En 2007, 15,2 % des ménages pensaient que la bourse allait en moyenne baisser sur les cinq prochaines années.

Graphiques 4 Effets de gains/pertes de richesse sur la probabilité de réduire les dépenses du ménage

(en points de %)

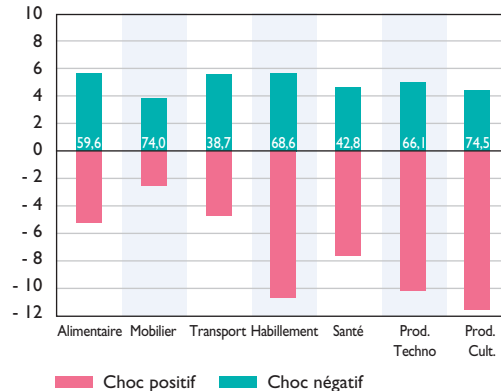
Effet de la richesse immobilière



Lecture : 61,8 % des ménages dont la valeur du patrimoine immobilier a été inchangée sur les deux dernières années ont réduit leur consommation alimentaire durant la crise. Si le patrimoine immobilier du ménage a subi un choc négatif, cette probabilité est plus élevée de 8,9 points de pourcentage. Inversement, si le patrimoine immobilier du ménage a subi un choc positif, cette probabilité est plus faible de 3,7 points de pourcentage.

Estimation : Résultats économétriques d'un modèle Probit simultané
Source : Arrondel, Savignac, Tracol (2011)

Effet de la richesse financière



des informations directes sur les anticipations de ménages enquêtés en 2007 et en 2009. Leurs résultats suggèrent que les ménages sont devenus plus pessimistes suite à la crise, aussi bien en ce qui concerne les marchés financiers que leur revenu (cf. graphiques 3). Une analyse complémentaire des effets de richesse à partir des informations qualitatives de l'enquête PATER confirme les résultats de l'enquête Patrimoine et montre en outre

que les anticipations des ménages expliquent, en partie, leur comportement de consommation. Enfin, les auteurs mettent en évidence que ces effets de richesse n'affectent pas de manière uniforme toutes les dépenses (cf. graphiques 4).

La complémentarité de ces résultats avec les travaux antérieurs réalisés sur données agrégées a été soulignée par Jirka Slacaleck (BCE). La discussion

a toutefois relevé les limites posées par la nature de l'enquête en coupe utilisée pour les évaluations quantitatives, car elle ne permet pas de suivre les évolutions du patrimoine de chaque ménage au cours du temps.

2 | 3 Quelles politiques publiques après la crise ?

Les difficultés auxquelles les ménages doivent faire face dans un environnement économique et financier complexe ont conduit les pouvoirs publics à promouvoir l'éducation financière, *via* des programmes éducatifs ou des plates-formes d'information. L'objectif est d'informer les ménages de façon à ce qu'ils soient en mesure de prendre les décisions adaptées à leur situation. En France, cette action est notamment menée par l'Institut d'Éducation financière du public (IEFP) ainsi que par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui ont mis en place un service commun d'information du public pour les questions relatives à l'assurance, aux services et produits bancaires, à la bourse et aux produits d'épargne¹⁷. Dans le monde universitaire, les travaux d'évaluation des connaissances financières se développent pour aider à la mise en place de politiques publiques.

Annamaria Lusardi a présenté les principales conclusions de ses travaux sur ces questions¹⁸. Aux cours des dix dernières années, elle a notamment contribué à la mise en place d'enquêtes internationales évaluant l'impact de la culture financière sur les choix financiers des ménages en matière d'épargne, de placement et d'endettement. On dispose ainsi d'informations similaires (cf. encadré 2) pour de nombreux pays. Dans la plupart des cas (États-Unis, Japon, Nouvelle-Zélande, etc.), seulement 30 % de la population semble être en mesure de répondre à des questions simples relatives aux taux d'intérêt, à l'inflation et à la diversification des risques. L'Allemagne constitue une exception : plus de la moitié des ménages allemands ont répondu sans erreur et ils apparaissent particulièrement sensibilisés à la question de l'inflation. Annamaria Lusardi a insisté sur la nécessité de la formation du public dans un contexte

ENCADRÉ 2

Cerner les connaissances financières des ménages

Du point de vue méthodologique, l'idée à la base des travaux empiriques sur l'éducation financière est de cerner, à partir de questions simples posées dans des enquêtes représentatives, la connaissance qu'ont les ménages de trois concepts clés : les taux d'intérêt, l'inflation, la diversification des risques. Les questions généralement posées dans ces enquêtes sont illustrées ci-dessous par celles d'Annamaria Lusardi :

Taux d'intérêt

Imaginez que vous ayez 100 dollars sur un compte rémunéré dont le taux d'intérêt est de 2 % par an. Au bout de 5 ans, si vous avez laissé l'argent sur ce compte, quelle sera la somme dont vous disposerez ?

- a) plus de 102 dollars
- b) exactement 102 dollars
- c) moins de 102 dollars
- d) je ne sais pas
- e) refus de répondre

Inflation

Imaginez que le taux d'intérêt auquel est rémunérée votre épargne placée sur un compte soit de 1 % et l'inflation de 2 % par an. Au bout d'un an, avec l'argent sur ce compte, vous serez en mesure d'acheter :

- a) plus qu'aujourd'hui
- b) exactement comme aujourd'hui
- c) moins qu'aujourd'hui
- d) je ne sais pas
- e) refus de répondre

Diversification

La phrase suivante est-elle vraie ou fausse ? « Une action d'une entreprise cotée en bourse procure généralement un rendement plus sûr qu'une part d'un fond commun de placement. »

- a) vrai
- b) faux
- c) je ne sais pas
- d) refus de répondre

¹⁷ Il s'agit de « Assurance Banque Épargne Info Service », cf. le site internet <http://www.abe-infoservice.fr/index.html>

¹⁸ Lusardi (2011) : "The role of financial literacy"

où les responsabilités individuelles (en matière d'épargne en vue de la retraite par exemple) sont amenées à se développer. Outre les actions d'information incombant aux institutions financières, elle préconise la mise en place de programmes éducatifs pendant la scolarité et de formations dans le cadre professionnel.

Face aux risques et aux problèmes de stabilité financière, les investisseurs institutionnels et financiers ont dû adapter leurs évaluations des risques et leurs investissements. Dans le même temps, de nouvelles réflexions ont été engagées sur la régulation des activités des marchés et de leurs acteurs, en particulier les banques et les assurances. Ces divers aspects ont alimenté les discussions de la table ronde consacrée aux points de vue des acteurs privés et institutionnels sur les conséquences de la crise.

Philippe Trainar est revenu sur les multiples sources de risques et les difficultés rencontrées par les professionnels pour les appréhender. Les événements qui peuvent avoir des conséquences sur les équilibres financiers, à plus ou moins long terme, sont effectivement très variés : troubles politiques et conflits militaires dans certaines régions de la planète, ralentissement de l'économie, risques de pandémie, risques associés aux évolutions climatiques, risques technologiques liés à l'émergence des nanotechnologies, etc. Il a souligné l'expertise des assureurs, confrontés quotidiennement à l'évaluation de risques extrêmes (il s'agit d'événements avec de très faibles probabilités de survenance mais aux conséquences qui peuvent être majeures, comme les catastrophes naturelles).

Olivier Garnier a axé son intervention sur les conséquences des nouvelles règles prudentielles pour les banques, les assurances et les ménages. Destinées à renforcer la stabilité financière, ces mesures pourraient cependant avoir des conséquences négatives sur les capacités des intermédiaires financiers à absorber les risques de marché et de liquidité.

Les questions relatives à la gestion de l'épargne réglementée en temps de crise ont été abordées par Benjamin Dubertret. Il a plus spécifiquement présenté le Fonds d'épargne qui centralise les fonds des

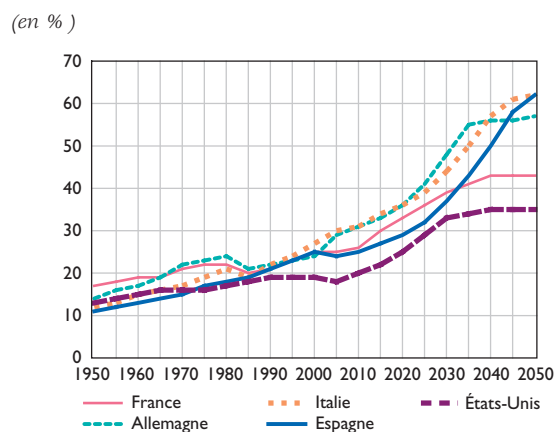
livrets réglementés (livrets A, livrets de développement durable et livrets d'épargne populaire) et assure le financement du logement social en France. Pendant la crise financière, le Fonds d'épargne a également été mobilisé pour les besoins de financement du système bancaire, des petites et moyennes entreprises ou encore des collectivités locales.

3 | Les investissements à long terme

Avec le vieillissement des populations et le départ en retraite de la génération du baby-boom, le ratio de dépendance, mesuré ici par le rapport des individus âgés de plus de 64 ans sur la population des 15-64 ans, est amené à augmenter (cf. graphique 5).

Dans ce contexte, les investissements sur longue période et leur allocation stratégique constituent un enjeu clé pour les gestionnaires de portefeuilles et pour les ménages. Plus spécifiquement, en matière de gestion d'actifs de long terme, la question se pose de savoir si les rendements peuvent être prévus. Les difficultés techniques de cette question ont été illustrées par les interventions de Michael Rockinger (HEC Lausanne)¹⁹ et Massimo Guidolin (Manchester Business School)²⁰.

Graphique 5 Évolution des ratios de dépendance en Europe et aux États-Unis à l'horizon 2050



19 Jondeau et Rockinger (2011) : "Portfolio allocation for European markets with predictability and parameter uncertainty"

20 Guidolin et Nicodano (2011) : "The economic value of timing higher order co-moments in bull and bear markets"

Par ailleurs, les réformes engagées par de nombreux États conduisent à une diminution du patrimoine retraite des actifs qui pourraient être amenés à renforcer leur épargne. Tullio Jappelli (Université de Naples)²¹ a analysé l'effet de l'incertitude des futurs niveaux de retraite sur les décisions de placements des ménages.

Enfin, la table ronde finale, présidée par Christian Durand (Banque de France), a fait le point sur les enjeux macrofinanciers des récentes réformes intervenues dans les domaines de la retraite, de la santé, et de la dépendance. Elle a réuni André Masson (CNRS-EHESS), Jean-Michel Charpin (Inspection générale des Finances), Luis Viceira, Didier Davydoff (Observatoire de l'Épargne européenne) et Edward Whitehouse (OCDE).

3|1 Peut-on prévoir les rendements des actifs financiers ?

À partir des données américaines, des travaux ont montré que certaines variables financières pouvaient servir à prédire les rendements futurs des actifs. Michael Rockinger a présenté des résultats nouveaux relatifs à dix pays européens. Les estimations, réalisées à partir d'un portefeuille composé d'un actif sans risque et d'un actif risqué, montrent qu'à l'exception de l'Italie, le ratio dividendes sur prix des actifs et l'inflation jouent un rôle significatif dans la dynamique des rendements des actifs financiers.

L'effet de l'incertitude associée à l'estimation du modèle utilisé a également été souligné. De manière intuitive, le fait de s'appuyer sur des modèles statistiques entachés d'incertitude devrait conduire les gestionnaires de portefeuille à une allocation d'actifs plus prudente. Alain Monfort (Crest, Banque de France et Université de Maastricht) est revenu sur un certain nombre d'éléments techniques de l'étude. Il a en particulier souligné que certaines variables utilisées ont pour caractéristique d'être très persistantes. En conséquence, il y a un risque important de biais dans l'estimation proposée.

Massimo Guidolin propose d'améliorer la prévision des rendements futurs en prenant en compte des moments statistiques supérieurs à ceux analysés usuellement pour l'allocation optimale de portefeuille et en s'appuyant sur des modèles à changement de régime. En effet, la modélisation traditionnelle fondée sur les travaux de Markowitz (1952)²² s'appuie sur l'analyse des rentabilités et des risques (*i.e.*, les moyennes et variances des distributions des rendements). Cependant, si les investisseurs sont préoccupés par d'autres caractéristiques des distributions, par exemple leur asymétrie, ce cadre peut apparaître comme trop restrictif²³. Par ailleurs, la modélisation de changements de régime permet de tenir compte de propriétés statistiques des rendements des actifs (moyenne et variance notamment) différentes selon l'état du marché financier²⁴. Au total, la prise en compte de ces sophistications techniques permet d'améliorer la prévision des rendements futurs et par conséquent la performance des portefeuilles d'actions testés.

Imen Ghattassi (Banque de France) a rappelé l'importance de la question étudiée pour déterminer la meilleure allocation des portefeuilles des ménages à long terme. Elle a souligné l'intérêt des sophistications techniques proposées dans l'article. D'après elle, des applications de ce type de modèle à la gestion des portefeuilles sont possibles, sous réserve d'élargir la palette des actifs considérés, notamment en incluant des titres moins risqués que les actions.

3|2 Les ménages tiennent-ils compte des risques associés à leurs retraites futures ?

Pour les ménages, en particulier pour les plus jeunes, les facteurs d'incertitude associés aux retraites futures sont nombreux et dépendent de l'évolution des revenus pendant la vie active, en lien avec les conditions macroéconomiques, des modifications fiscales et législatives (par exemple, l'allongement des durées de cotisations), etc. Les retraites futures peuvent être une source d'incertitude qui influence les décisions actuelles d'épargne et de placement.

21 Guiso, Jappelli et Padula (2011) : "How risky is pension wealth?"

22 Markowitz (1952) : "Portfolio Selection", The Journal of Finance, vol. 7, n° 1, p. 77-91

23 Cela revient à considérer que les rendements des actifs ne sont pas nécessairement distribués selon une loi normale, ainsi qu'à prendre en compte des moments supérieurs à l'ordre 2. L'investisseur représentatif maximise alors une fonction d'utilité espérée de sa richesse finale (*i.e.* à l'horizon de l'investissement) qui tient compte non seulement de la moyenne et de la variance mais également de l'asymétrie (*skewness*) et du coefficient d'aplatissement (*kurtosis*) de la distribution des rendements des actifs financiers.

24 Techniquement, la persistance de ces régimes engendre de la persistance dans les rendements d'actifs financiers et par conséquent de la prédictibilité.

Cette question a été l'objet de l'intervention de Tullio Jappelli qui a présenté les résultats de travaux à partir des données italiennes. Ceux-ci ont consisté en une double évaluation de l'incertitude liée aux retraites futures : i) une simulation statistique des taux de remplacement futurs, ii) une évaluation basée sur des informations directement recueillies auprès de ménages sur leur perception du niveau anticipé de leur retraite. Les résultats montrent que si globalement les ménages anticipent des taux de remplacement cohérents avec les dispositions législatives, certains d'entre eux anticipent des taux de remplacement qui en sont éloignés. Par ailleurs, l'incertitude associée aux retraites est la plus forte pour les jeunes générations et pour les travailleurs indépendants. Enfin, cette incertitude semble affecter certaines décisions de placement, en particulier en matière de fonds de pensions et d'assurance santé complémentaire : les ménages qui investissent dans ces produits financiers sont ceux faisant face à la plus forte incertitude quant à leurs retraites.

Dans sa discussion, Didier Blanchet (Insee) a souligné l'apport de ces évaluations qui tiennent compte de facteurs à la fois macroéconomiques et individuels. Il a formulé des suggestions techniques et relevé que, face à l'incertitude des taux de remplacement, les résultats suggèrent que les ménages tendent à investir dans des actifs financiers risqués. Les implications macrofinancières éventuelles de ce constat pourraient alimenter les réflexions en matière de politiques publiques et de réformes de retraites.

3|3 Implications macrofinancières des réformes sociales

En introduction de la table ronde finale, Christian Durand a rappelé les enjeux de long terme des changements démographiques pour les équilibres financiers. Il a souligné que les réformes sociales en cours dans de nombreux pays tendaient à encourager l'épargne individuelle en vue de la retraite ou encore pour le financement des dépenses de santé. Ces évolutions renforcent la nécessité de développer l'éducation financière des ménages, mais aussi celle de surveiller l'endettement des ménages. Elles sont également susceptibles d'avoir des implications directes sur les marchés financiers et sur l'émergence

de nouveaux produits financiers. Il s'agit donc de sujets majeurs pour le régulateur et pour la banque centrale.

André Masson a proposé une synthèse des travaux présentés pour ouvrir la réflexion sur le rôle des différents agents face à ces réformes sociales. Il a insisté sur le rôle particulier que peut jouer chacun des acteurs (la famille, les pouvoirs publics et les marchés) impliqués dans le financement des liens économiques intergénérationnels. Il a ainsi dégagé trois types de sociétés, selon l'importance relative des acteurs de la solidarité nationale entre générations, et donc, schématiquement, trois catégories de réformes face au vieillissement des populations : davantage d'assurances privées pour le modèle dit du « libre agent » des sociétés libérales, le renforcement des institutions publiques pour le modèle dit de « l'égalité citoyenne » des sociétés plus régulées et enfin des aides familiales accrues dans le modèle « multi-solidaire ».

Jean-Michel Charpin a axé son intervention sur le cas français. Les problèmes démographiques en France sont peu différents de ceux de la plupart des pays de l'OCDE. En effet, la structure de la population résulte de phénomènes largement répandus en Europe : un *baby boom* après la seconde guerre mondiale, une espérance de vie en progression plus élevée pour les femmes que pour les hommes. Par ailleurs, il a rappelé que la France bénéficiait d'un taux de fécondité élevé par rapport à la moyenne européenne. Si la proportion de ménages de plus de 60 ans va être en augmentation dans les quinze années à venir, l'effet du vieillissement sur les dépenses publiques deviendra important entre 2035 et 2065, période au cours de laquelle la population de plus de 60 ans se stabilisera mais où la génération des *baby boomers* sera dans un âge avancé. Il est revenu sur le récent rapport de l'OCDE²⁵ et a discuté les estimations de l'âge de départ en retraite à l'horizon de 2050. Sur la question du financement, Jean-Michel Charpin a rappelé les réformes ambitieuses qui ont été mises en place en France. Il a aussi souligné le fort taux d'épargne des ménages français. De son point de vue, la priorité est de définir les supports adéquats à cette épargne pour le financement des vieux jours. Jean-Michel Charpin a conclu son intervention en mentionnant que la simplification du système fiscal et la suppression des incitations fiscales à l'épargne sont le pré-requis pour l'établissement de supports efficaces.

25 OCDE (2011) : "Pensions at a glance 2011: retirement-income systems in OECD and G20 countries"

L'intervention de Luis Viceira a porté sur les problématiques liées aux fonds de pension et aux développements des régimes à contributions définies. Dans ce cas, le montant et la fréquence des contributions que le ménage est capable de fournir ont un impact déterminant sur le profil d'accumulation de son épargne au cours du cycle de vie. De plus, dans le cadre de leurs investissements à long terme, les individus sont amenés à prendre des décisions d'investissements complexes²⁶. Dans cette perspective, Luis Viceira a rappelé que les intermédiaires financiers ont un rôle clé à jouer.

Didier Davydoff a dressé un panorama de l'épargne en Europe (cf. graphique 1). Il a mis en avant le fait que les taux d'épargne semblent plus liés en Europe au comportement d'endettement des ménages qu'à la constitution d'une épargne de précaution ou à des préoccupations en matière de

retraite. Cela semble particulièrement le cas en Espagne où l'accroissement du taux d'épargne suite à la crise reflète un désendettement de la part des ménages.

Edward Whitehouse est revenu sur les principales conclusions du rapport de l'OCDE sur les retraites en Europe (cf. note 25). Il a défendu l'idée selon laquelle, dans les années à venir, l'épargne individuelle devrait compléter les retraites du système public et l'âge de départ en retraite reculer pour compenser, au moins partiellement, la hausse de l'espérance de vie.

Enfin, les discussions ont mentionné l'importance des actifs immobiliers dans le comportement d'épargne des ménages et la nécessité de trouver des solutions pour rendre ces actifs davantage liquides, notamment en vue de financer les vieux jours d'individus vivant plus longtemps.

26 Cette question a été analysée de manière approfondie par John Campbell et Luis Viceira dans leur ouvrage de référence "Strategic asset allocation : portfolio choice for long-term investors", Oxford, 2002.

La destination finale des placements financiers des ménages français

Adeline BACHELLERIE

*Direction des Statistiques monétaires
et financières*

*Service d'Étude et Statistiques
des Opérations Financières*

Omar BIROUK

*Direction des Statistiques monétaires
et financières*

*Service d'Analyse
des Investisseurs Institutionnels*

Christian PFISTER

*Direction générale des Études
et des Relations internationales*

Au cours des quinze dernières années, en réponse notamment aux incitations fiscales, les ménages français ont modifié la structure de leur portefeuille financier, au profit en particulier des contrats d'assurance-vie et au détriment de l'épargne bancaire. Ils continuent à préférer l'épargne intermédiée et détiennent directement peu de titres cotés émis par les agents non financiers (sociétés non financières et administrations publiques).

Cet article évalue les financements apportés par les ménages français aux secteurs non financiers de l'économie et du reste du monde, directement et par le truchement des intermédiaires financiers (établissements de crédit, organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), sociétés d'assurance...), mettant ainsi ces derniers en « transparence ». Il en ressort qu'une part importante du portefeuille des ménages français est investie hors de France. Ceci résulte de la plus grande diversification géographique des placements effectués par les intermédiaires financiers pour le compte des ménages français, favorisée en particulier par la mise en place de l'euro.

L'allongement de la chaîne d'intermédiation en France est également mis en lumière.

Mots-clés : Ménages, patrimoine financier, épargne, intermédiation, dépôts, crédits, titres de créance, valeurs mobilières, actions, OPCVM, sociétés d'assurance, profondeur financière, bases de détention de titres

Codes JEL : G00, G11, G2, D01, D14

Cet article propose une analyse des placements financiers des ménages français et de leur évolution depuis 1995 ainsi qu'une évaluation des financements qu'ils apportent par ce biais aux secteurs de l'économie réelle et du reste du monde sur la base de la méthodologie proposée par Boutillier ¹ et al. (2007). Une première étude avait déjà été réalisée par la Banque de France sur l'année 2006 ² à partir des seuls comptes financiers nationaux. Deux approches complémentaires sont développées ici. La première approfondit les possibilités d'analyse offertes par le cadre des comptes financiers nationaux, tandis que la seconde exploite les bases de données titre à titre relatives aux placements des intermédiaires financiers qui recueillent l'épargne des ménages et l'affectent à des emplois déterminés.

Dans un premier temps, il a été procédé à une rétopolation des comptes nationaux financiers publiés par la France, selon les règles du Système européen des comptes nationaux et régionaux (« SEC 95 »), en détaillant les secteurs de contrepartie pour chaque type d'actif détenu. Les statistiques de détention de titres dont dispose la Banque de France ont ainsi permis de constituer une base de données en « qui-à-qui » ³ afin d'établir une structure du portefeuille des ménages français distinguant les placements intermédiés par les institutions financières de ceux directement réalisés au bénéfice des secteurs non financiers. Cette base de données en « qui-à-qui » retrace également la structure des placements des institutions financières selon les mêmes modalités que celles définies pour les ménages.

Dans un second temps, les placements effectués par les institutions financières auprès d'autres institutions financières ont été retraités afin d'identifier les secteurs non financiers qui bénéficient *in fine* des financements issus des ressources collectées auprès des ménages. L'exploitation des informations figurant dans les bases titres concernant les actifs détenus par les institutions financières a d'abord permis de procéder à la « mise en transparence » des placements des ménages auprès des sociétés d'assurance-vie et des OPCVM monétaires et non monétaires, révélant ainsi une partie du rôle joué par les investisseurs institutionnels dans le fonctionnement des circuits

de financement. Les montants en cause sont désormais très importants : en 2010, avec un bilan total d'actifs de 3 900 milliards d'euros, les ménages français détiennent 1 360 milliards *via* des contrats d'assurance-vie et 265 milliards *via* des titres d'OPCVM.

Une « mise en transparence » complète de toutes les institutions financières a finalement été opérée en utilisant les comptes financiers. En parallèle, les comptes financiers en « qui-à-qui » ont permis d'élaborer une nouvelle mesure de la « profondeur » du système financier c'est-à-dire de sa capacité à mobiliser les ressources financières de l'économie. Cette nouvelle mesure rend notamment compte de l'allongement de la chaîne d'intermédiation et des effets de la diversification des placements des institutions financières.

La structure du portefeuille ⁴ des ménages français est décrite dans la section 1. Les investissements des intermédiaires financiers sont analysés pour mettre en évidence les secteurs de l'économie réelle indirectement financés par les ménages dans la section 2. La section 3 s'intéresse au rôle des intermédiaires financiers et à son évolution depuis quinze ans. Des éléments de conclusion sont proposés en fin de note.

I | En détention directe, des placements à risque modéré, majoritairement effectués auprès des institutions financières

Le montant du portefeuille d'actifs financiers détenu par les ménages français est évalué à 3 900 milliards d'euros à fin 2010 ; il a plus que doublé depuis 1995. Cet accroissement s'est accompagné de modifications de structure très progressives. En moyenne au cours de cette période, le patrimoine financier des ménages français est resté placé à 83 % auprès des institutions financières (cf. graphique 1). Néanmoins, au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, les ménages français ont également développé leurs investissements financiers directs dans les

¹ Boutillier (M.), Levy (N.) et Oheix (V.) (2007) « Financial Intermediation in developed countries: heterogeneity, lengthening and risk transfer », Working Paper 2007-22, Economix, Université Paris 10 Nanterre.

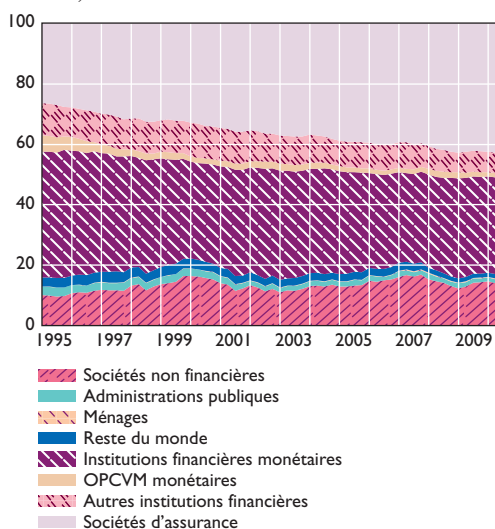
² Rincon (A.) (2007) « La destination finale de l'épargne des ménages », Bulletin de la Banque de France numéro 167, novembre

³ La présentation en « qui-à-qui » des comptes nationaux financiers et des comptes de patrimoine fournit pour chaque type d'actif financier détenu par un secteur donné sa ventilation en fonction des secteurs débiteurs correspondants (par exemple, ventilation du portefeuille de titres à court terme des OPCVM par secteur émetteur)

⁴ Sauf mention contraire, le portefeuille des ménages désigne l'encours de leurs placements financiers.

Graphique 1 Répartition des placements financiers des ménages français selon les secteurs directement bénéficiaires

(en % du total)



Source : Banque de France

entreprises françaises. La part de ces placements dans leur portefeuille est ainsi passée de 10 % en 1995 à 14 % en 2000, au détriment notamment de leurs avoirs sur le reste du monde et en titres émis par les administrations publiques.

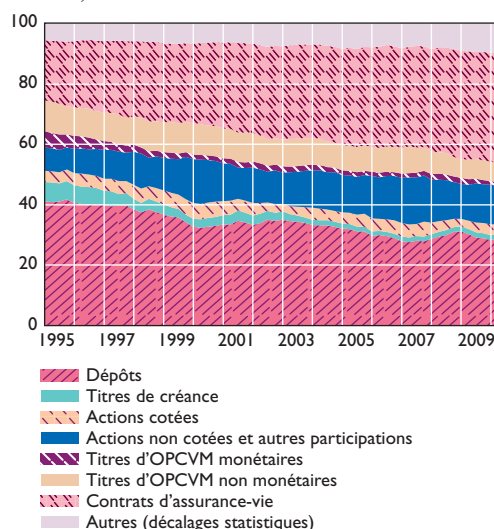
Substitution des placements en assurance-vie aux dépôts bancaires

Au milieu des années quatre-vingt-dix, la part des dépôts auprès des institutions financières monétaires (IFM) représentait plus de 41 % du portefeuille total des ménages (cf. graphique 2)⁵. À fin 2010, elle est tombée en dessous de 30 % tandis que celle des contrats d'assurance-vie augmentait en contrepartie de 20 % à 34 %. Tout en continuant de placer l'essentiel de leur épargne auprès des institutions financières, les ménages français ont ainsi progressivement substitué des placements en contrats d'assurance-vie à des dépôts. Autre évolution marquante, la part des titres d'OPCVM monétaires dans le portefeuille d'actifs financiers des ménages français s'est fortement réduite (de 10 % en 1992 à 1,2 % en 2010), du fait notamment du repli des taux d'intérêt à court terme et des évolutions de la fiscalité.

Au total, les ménages français investissent 60 % de leurs actifs financiers en produits qui peuvent être considérés comme peu risqués (cf. graphique 3).

Graphique 2 Répartition par type d'instruments des placements financiers des ménages français

(en % du total)

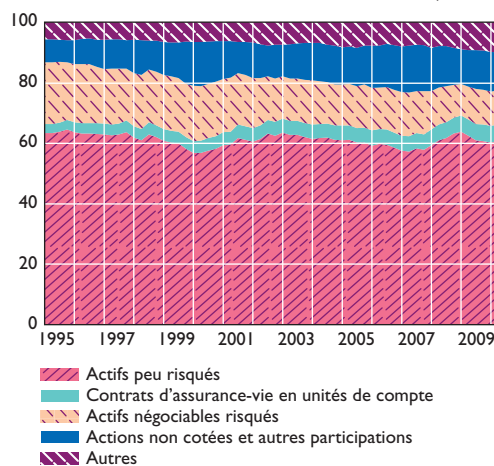


Source : Banque de France

Il s'agit de produits dont le risque en capital est quasi nul (dépôts) ou faible (titres d'OPCVM monétaires et contrats d'assurance-vie en euros, ces derniers représentant 85 % du total des placements d'assurance-vie). À l'inverse, les titres (hors titres d'OPCVM monétaires) et les contrats d'assurance-vie en unités de compte (UC)

Graphique 3 Répartition des actifs financiers détenus par les ménages par grandes classes de risque

(en % du total des placements financiers des ménages)



Source : Banque de France

⁵ Ces dépôts recouvrent principalement les dépôts transférables (comptes à vue), les placements à vue (les livrets), les comptes à terme et l'épargne contractuelle (notamment les PEL, PEP).

sont classés dans la catégorie des actifs risqués, les ménages supportant le risque de fluctuations de cours qui peuvent affecter la valeur de ces actifs.

Augmentation de la part des actions non cotées

Compte tenu de l'importance des actifs intermédiés par le secteur financier dans le portefeuille des ménages français, la part de leur épargne directement investie dans les secteurs non financiers est restée très minoritaire (environ 15 %). Elle a financé principalement les sociétés non financières (14 % du total du portefeuille, graphique 1), essentiellement sous la forme d'actions non cotées et d'autres participations au capital des entreprises (notamment les parts de SARL)⁶. La part de ces titres s'est accrue de près de 5 points entre 1995 et 2010 pour atteindre à fin 2010 12,5 % du portefeuille des ménages (cf. graphique 2) dont 9 % sont émis par les sociétés non financières. Comme indiqué plus haut, l'essentiel de cet accroissement s'est produit au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix. À l'inverse, les ménages ne détiennent que 2,8 % de leur portefeuille en actions cotées émis par les sociétés non financières et une part infime de titres de créance des sociétés non financières.

Contraction de la part des titres de créance

Les ménages ont sensiblement diminué la part de leur portefeuille financier investie en titres de créance : celle-ci est passée de 6,4 % en 1995 à 1,5 % en 2010. En particulier, ils ont fortement réduit leur détention directe d'emprunts publics français qui avait pu être transitoirement relancée par l'emprunt Balladur en 1993 (graphique 1).

Diminution de la part des titres étrangers

La mondialisation des marchés financiers et l'adoption de la monnaie unique n'ont pas entraîné de développement de la détention directe d'actifs étrangers. La part des titres émis par les non-résidents dans les actifs non intermédiés par le secteur financier a même au contraire diminué, revenant de 3 % en 1995 à 1,3 % en 2010. S'il y a bien eu diversification géographique des placements, celle-ci s'est en fait effectuée par l'intermédiaire des OPCVM et des sociétés d'assurance-vie (cf. *infra*).

2| Une réallocation de l'épargne vers le reste du monde via les OPCVM et les sociétés d'assurance-vie

Les informations collectées par la Banque de France sur la détention de titres permettent d'établir la destination finale, par type d'actif, par secteur et par zone géographique, des placements financiers des ménages investis dans les banques, les OPCVM et les sociétés d'assurance-vie. Cette décomposition est opérée en considérant que les ménages financent indirectement les différents emplois des institutions financières dans des proportions identiques à celles de la structure des actifs de ces institutions.

Cependant, les bases titre-à-titre ne permettent pas d'identifier la nature précise de la totalité des actifs, et notamment de ceux pour lesquels on ne dispose pas d'un code ISIN⁷ et qui sont en conséquence regroupés dans la catégorie « autres investissements ». En outre, les OPCVM détiennent une part résiduelle d'actifs sur d'autres OPCVM, en particuliers étrangers⁸ (cf. méthodologie en fin de note) dont la composition n'est pas systématiquement connue.

Les données détaillées des portefeuilles des OPCVM et des sociétés d'assurance⁹ ne sont pas encore disponibles dans leur intégralité pour l'année 2010. L'analyse porte donc sur la période de 2007 à 2009, elle consiste à « mettre en transparence » les OPCVM et les sociétés d'assurance, et, sans s'étendre à toutes les institutions financières, vise à mieux cerner l'importance du rôle exercé par ces deux catégories d'investisseurs institutionnels. La mise en transparence totale des intermédiaires financiers est effectuée dans une étape ultérieure (cf. *infra*, section 4), à partir des comptes financiers. Ceux-ci permettent d'établir une structure complète du financement des ménages mais sont moins détaillés que l'analyse réalisée à partir des bilans des intermédiaires financiers.

La valeur des titres d'OPCVM détenus par les ménages s'est établie à fin 2010 à 265 milliards d'euros après 253 milliards d'euros à fin 2009 et 256 milliards

6 Le portefeuille des ménages français analysé dans cette étude est celui figurant dans les comptes financiers de la Nation. Il est en conséquence valorisé en valeur de marché et les actions non cotées et autres participations font l'objet d'une valorisation qui suit celle des actions cotées et prend en compte une décote liée à leur faible liquidité.

7 Le code ISIN - International Securities Identification Number - est utilisé pour identifier chaque titre échangé sur les marchés financiers

8 Cette auto-détention est visée par le terme d'« OPCVM résiduel » dans le graphique 6.

9 Ces états sont fournis au titre de l'article A.344-3 du code des Assurances. De même, les états détaillés des portefeuilles des OPCVM permettant d'effectuer leur « mise en transparence » sont fournis à la Banque de France au titre de l'article L.214-13 du code monétaire et financier relatif aux besoins statistiques monétaires tels que précisés par les règlements de la BCE (ECB 25/2009 et ECB 258/2007).

à fin 2008. Elle n'a toutefois pas retrouvé son niveau de fin 2007, soit 286 milliards d'euros, l'effet de la remontée des marchés boursiers ayant été contrebalancé par un mouvement durable de décollecte. Les placements d'assurance-vie ont continué, pour leur part, de bénéficier d'importants flux de souscriptions nettes, s'élevant à 77 milliards d'euros en 2010 après 76 milliards en 2009, année déjà marquée par une nette reprise de la collecte par rapport à celle enregistrée en 2008 (55 milliards). Néanmoins, la progression constatée en 2010 est bien inférieure à celle de l'année précédente. La perspective d'une réforme de la fiscalité appliquée aux contrats d'assurance-vie, discutée en 2010, a pu dissuader certains ménages d'effectuer de nouveaux placements. Les dispositions relatives à la fiscalité du patrimoine, introduites dans le projet de loi de Finances rectificative pour 2011, adopté en Conseil des ministres le 11 mai 2011, ont toutefois laissé inchangé le régime fiscal de l'assurance-vie.

2 | I Placements en titres d'OPCVM

2 | I | I Répartition par secteur bénéficiaire des placements

La « mise en transparence » des placements en titres d'OPCVM permet d'identifier les secteurs bénéficiaires ultimes des financements apportés par les ménages par le truchement de ces instruments. De 2007 à 2009, les placements dans l'économie nationale représentaient en moyenne 63 % du total des financements intermédiés par les OPCVM. Les investissements hors de France ont nettement progressé en 2009, atteignant 43 % du total.

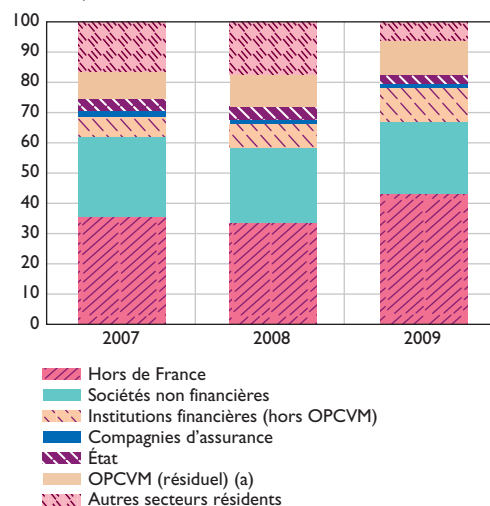
Les placements des ménages en titres d'OPCVM ont financé principalement les sociétés non financières, dont la part s'est toutefois réduite entre le début et la fin de ces trois années d'observation, de 26,4 % à 23,7 %. En revanche, la part de ces placements en titres émis par des institutions financières s'est accrue, passant de 6,7 % en 2007 à 11,4 % en 2009.

2 | I | 2 Les types d'actifs détenus par l'intermédiaire des OPCVM

La baisse des cours boursiers a eu pour effet de réduire la proportion des actions dans les actifs financés

Graphique 4 Répartition sectorielle des placements des ménages en titres d'OPCVM

(en % du total)



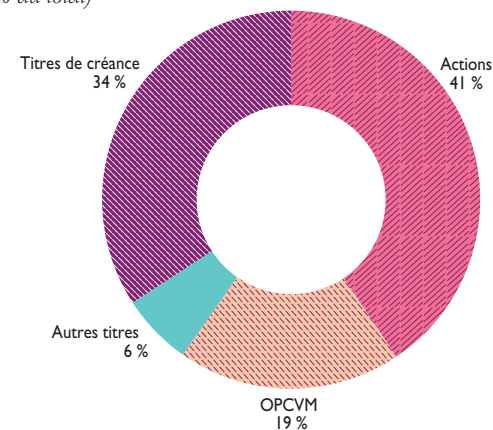
(a) Ce vocable regroupe tous les OPCVM dont on ne peut pas détailler le portefeuille après la mise en transparence et qui sont présumés être des OPCVM étrangers.

Source : Banque de France

par les ménages *via* les OPCVM. Cette réduction a essentiellement concerné les fonds actions ou diversifiés dont la part est tombée de 43 % en 2007 à 35 % en 2008 pour remonter à 41 % en 2009. La baisse des taux d'intérêt, particulièrement nette à partir de la fin de l'année 2008 sur le compartiment du court terme, a incité les ménages à réduire leurs placements en titres d'OPCVM monétaires

Graphique 5 Répartition par type d'actif sous-jacent des placements des ménages auprès des OPCVM en 2009

(en % du total)



Source : Banque de France

et obligataires d'où une baisse de la proportion des titres de créance détenus *via* ces instruments (34 % en 2009, après 44 % en 2008).

2|2 Placements en contrats d'assurance-vie

2|2|1 Répartition par secteur bénéficiaire des placements des assureurs-vie

L'analyse des placements des assureurs-vie sur la période 2007 à 2009¹⁰ s'appuie sur leurs états annuels détaillés qui permettent notamment d'identifier le secteur émetteur pour chacune des lignes de titres détenues. Les titres d'OPCVM dans lesquels les ménages investissent par l'intermédiaire des contrats d'assurance-vie sont également mis en transparence de façon à obtenir une décomposition en fonction des secteurs bénéficiaires ultimes des financements intermédiés de la sorte. Les placements effectués *via* l'assurance-vie apparaissent ainsi relativement diversifiés au plan géographique (consacrés à plus de 60 % au reste du monde). S'agissant de leur

répartition entre secteurs résidents, la part dévolue aux administrations publiques dépasse assez nettement celle affectée aux sociétés non financières. L'analyse s'est attachée en particulier à évaluer les répercussions éventuelles des déformations de la courbe des taux. Les investissements des sociétés d'assurance-vie ont également été ventilés par type d'instruments financiers, par résidence géographique des émetteurs ainsi que selon leur durée.

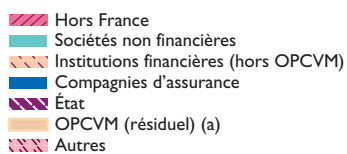
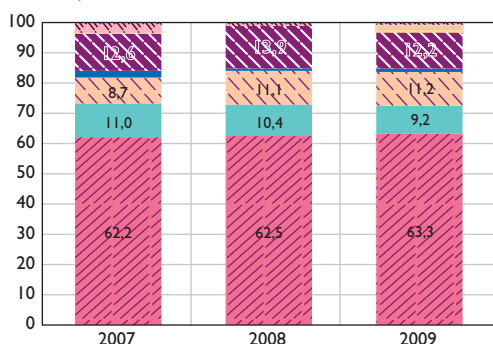
2|2|2 Répartition par type d'actif sous-jacent des placements d'assurance-vie des ménages

La crise financière s'étant accompagnée d'un important recul des cours boursiers, la part des actions a été divisée par deux en 2008, tombant à 9 % après 18 % en 2007, avant de se redresser quelque peu en 2009 (11 %). En contrepartie, les titres de créance ont vu leur part augmenter en 2008, à 72 %, après 64 % en 2007. En particulier, la proportion des titres de créance à long terme s'est sensiblement accrue, s'élevant à 60 % en 2007, 66 % en 2008 et 67 % en 2009.

L'analyse détaillée des portefeuilles de titres obligataires (hors titres perpétuels) détenus par les assureurs-vie permet de mettre en évidence un allongement de leur durée de vie résiduelle moyenne pondérée : celle-ci est passée de 7,4 ans en 2007 à 7,8 ans en 2008 et 8,3 ans en 2009. Dans un contexte de baisse générale des taux (cf. graphique 8), les assureurs ont, selon toute vraisemblance, cherché à préserver les rendements offerts sur les contrats souscrits par leur clientèle en allongeant l'horizon de leurs placements.

Graphique 6 Répartition par secteur bénéficiaire final des placements des ménages auprès des assureurs-vie

(en % du total)

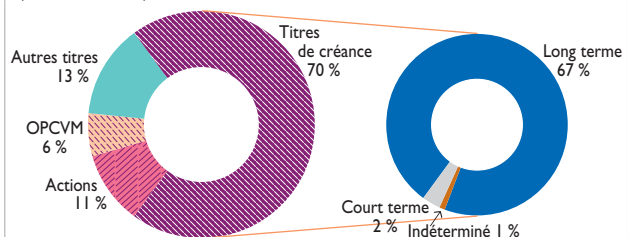


(a) Ce vocable regroupe tous les OPCVM dont on ne peut pas détailler le portefeuille après la mise en transparence et qui sont présumés être des OPCVM étrangers.

Source : Banque de France

Graphique 7 Répartition par type d'actif sous-jacent des placements d'assurance-vie des ménages en 2009

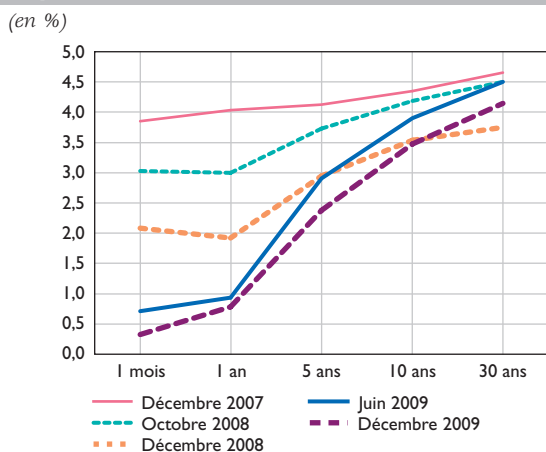
(en % du total)



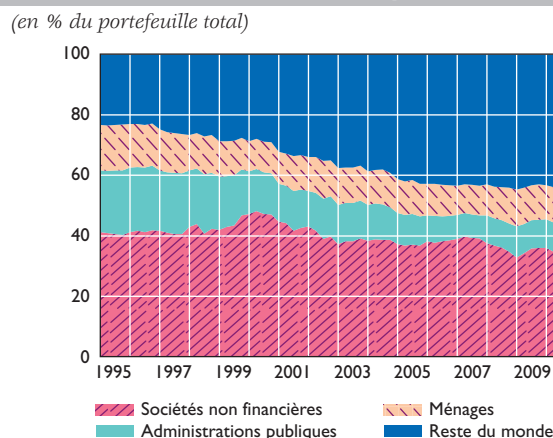
Source : Banque de France

¹⁰ Les données 2010 ne sont pas disponibles.

Graphique 8 Évolution de la courbe des rendements actuariels des titres d'État depuis 2007



Graphique 9 Secteurs non financiers financés directement et indirectement par les ménages



2 | 3 Ce que financent les placements des ménages

La mise en transparence des placements des ménages intermédiés par les OPCVM et les entreprises d'assurance-vie a permis de mettre au jour leur répartition entre les secteurs qui en sont les ultimes bénéficiaires. Les investissements hors de France représentent les deux tiers des placements des sociétés d'assurance-vie, alors qu'ils ne constituent que le tiers des titres d'OPCVM détenus par les ménages.

On peut également noter que les sociétés d'assurance-vie investissent massivement dans des titres longs, dont les caractéristiques en termes de durée, de rendement et de risque sont bien adaptées aux engagements qu'elles prennent. En revanche, la structure par échéance des placements des OPCVM est plus difficile à caractériser.

Dans cette section, les comptes financiers sont utilisés pour opérer une mise en transparence complète des institutions financières (établissements de crédit, OPCVM et assureurs-vie) permettant de mettre en lumière la destination finale de l'ensemble des placements des ménages.

La mise en transparence décrite ci-dessus fait principalement apparaître que les ménages français

détiennent davantage d'actifs sur le reste du monde qu'il y a une quinzaine d'années, contrairement à ce que donne à penser l'analyse de leurs placements directs (section 1) : l'investissement en actifs étrangers se réalise essentiellement par l'entremise des intermédiaires financiers (graphiques 9)¹¹. Il apparaît ainsi que la part des avoirs directs et indirects des ménages sur le reste du monde dans leur portefeuille financier s'élevait en 2010 à 44 %, soit une augmentation de plus de 20 points depuis 1995. L'intermédiation financière joue donc en France un rôle particulièrement important dans la diversification géographique des placements des ménages. Par ailleurs, la part consacrée au financement des administrations publiques françaises dans leurs placements a baissé assez sensiblement sur la période pour tomber à 9 % en 2010¹². En revanche, la part des placements finals des ménages français à l'étranger consacrée aux titres de la dette publique d'autres pays, notamment de la zone euro, s'est accrue (voir *infra*).

3 | Le rôle des intermédiaires financiers

Les intermédiaires financiers jouent un rôle central dans la diversification géographique des placements financiers des ménages. En proposant à ces derniers une gamme de produits plus variés et élaborés,

11 S'agissant des établissements de crédit, il convient de noter que leurs investissements vers le reste du monde s'effectuent essentiellement auprès d'intermédiaires financiers étrangers et non directement vers les secteurs non financiers.

12 Le relais a été pris par les investisseurs non résidents dont la part dans la détention de la dette publique française a nettement augmenté au cours de la même période.

ils contribuent également à la « profondeur financière » de notre économie, définie ici comme la capacité d'une économie à mobiliser des ressources et qui se traduit par l'allongement de la chaîne d'intermédiation financière.

Les OPCVM et les sociétés d'assurance-vie sont des vecteurs de la diversification géographique des placements des ménages.

L'intégration croissante des marchés financiers européens

L'analyse de la répartition géographique des placements des ménages réalisés au travers des OPCVM sur la période de 2007 à 2009 fait apparaître un léger repli sur la France en 2008, suivi d'une nette poussée des placements à l'étranger en 2009. La part des placements réalisés dans l'Union européenne (UE) s'accroît, tant en ce qui concerne la zone euro que le reste de l'UE, illustrant l'intégration croissante des marchés financiers européens et les effets de l'harmonisation du cadre réglementaire européen relatif aux OPCVM.

Une analyse par pays de la détention par les ménages français de titres émis par des résidents du reste de la zone euro illustre la diversification opérée en 2009 au profit de petits pays de cette zone et au détriment de destinations traditionnelles comme l'Allemagne, l'Espagne, l'Italie, les Pays-Bas et le Luxembourg. Ainsi la part des placements investis en titres des

émetteurs d'États membres de la zone autres que ces derniers est-elle passée de 3,9 % du portefeuille des ménages en 2008 à 9,4 % en 2009.

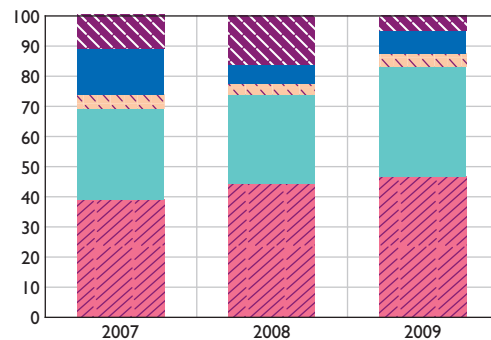
Une diversification géographique des placements d'assurance-vie encore plus marquée pour les contrats en euros que pour ceux en unités de compte

En ce qui concerne les contrats d'assurance-vie, la répartition géographique des placements est plus diversifiée pour les contrats en euros que pour ceux libellés en unités de compte ¹³ (cf. graphiques 11). En particulier, la part investie dans l'économie nationale est moins importante pour les premiers (35,1 % en 2009) que pour les seconds (46,8 %).

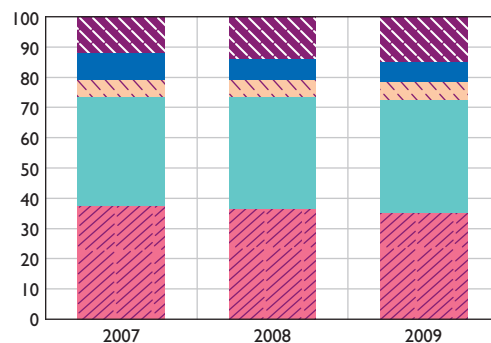
Graphiques 11 Répartition géographique des financements apportés aux émetteurs de titres par les ménages via les contrats d'assurance-vie

(en % du total)

A – Contrats en unités de compte



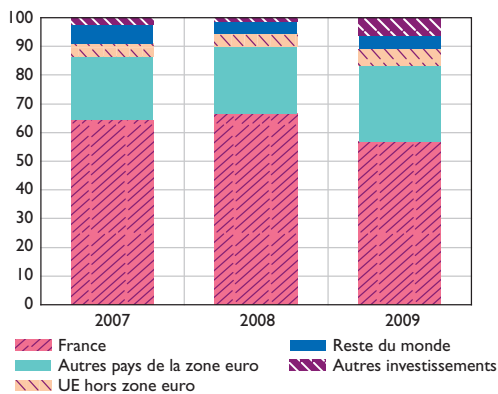
B – Contrats en euros



Source : Banque de France

Graphique 10 Répartition géographique des financements consentis aux émetteurs de titres par les ménages via les OPCVM

(en % du total)



Source : Banque de France

13 Les contrats en euros sont des contrats dont la valeur de rachat et la rémunération sont garanties par l'assureur tandis que, pour les contrats en unités de compte, le ménage supporte un risque de perte en capital, la valeur de rachat du contrat suivant celle des actifs sous-jacents.

ENCADRÉ

Un allongement de la chaîne d'intermédiation

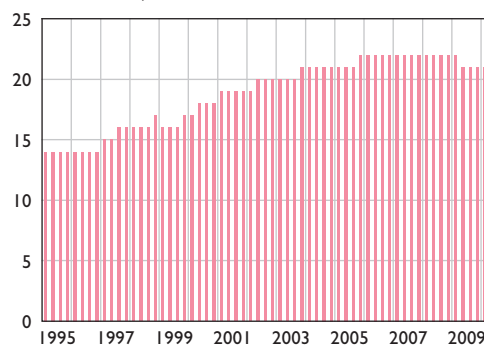
Alors que le portefeuille des ménages français a été multiplié par 2,3 entre 1995 et 2010, celui des établissements de crédit a triplé au cours de la même période, passant de 2 250 milliards d'euros à 6 900 milliards, et celui des autres intermédiaires financiers (assureurs-vie et OPCVM monétaires et non monétaires) a quintuplé.

La croissance des portefeuilles des institutions financières, beaucoup plus rapide que celle du portefeuille des ménages, a été favorisée par l'accélération de la diffusion des innovations financières et l'internationalisation des marchés de capitaux. La gamme des produits financiers s'est enrichie d'instruments de plus en plus variés et complexes. En conséquence, les placements proposés aux ménages donnent lieu à davantage de transformations avant de prendre la forme d'un financement des secteurs non financiers. On aborde ainsi la notion de « profondeur » du système financier. Les mesures de cette profondeur traditionnellement proposées par la littérature académique se réfèrent à des ratios de capitalisation boursière ou de crédit rapportés au PIB. Elles expriment le niveau de développement du système financier en proportion de l'activité économique. On trouvera ci-dessous une proposition de mesure complémentaire du développement financier, illustrant incidemment la complexité du processus d'allocation de l'épargne par les intermédiaires financiers.

Cet indicateur est calculé de la manière suivante : comme indiqué précédemment, la « mise en transparence » des intermédiaires financiers permet d'identifier la destination finale des placements d'épargne de ménages en remontant la chaîne d'intermédiation de ces placements. Or, lorsqu'un ménage détient un actif sur une institution financière, cette ressource permet à l'institution d'investir dans un secteur financier ou non financier. À partir des comptes financiers en « qui-à-qui », un calcul matriciel itératif permet d'imputer l'actif détenu par les ménages aux secteurs non financiers bénéficiaires ultimes de leur épargne. Le nombre d'itérations nécessaires est un indicateur du nombre de bilans d'intermédiaires financiers qui enregistrent une trace de l'actif considéré au fil de ses transformations successives. Il mesure ainsi la profondeur du système financier de l'économie concernée. Cependant, ce nombre est une grandeur sans dimension. On propose ici de l'interpréter comme un indicateur de la longueur de la chaîne d'intermédiation, le nombre d'itérations croissant avec celui des intermédiaires intervenant dans le processus d'acheminement de la ressource vers son emploi final (cf. graphique).

Allongement de la chaîne d'intermédiation financière

(nombre d'itérations)



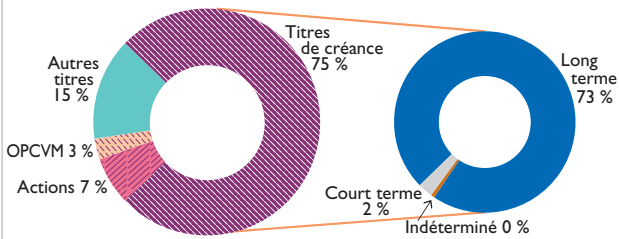
Source : Banque de France

Le nombre d'itérations présente une tendance à la hausse depuis quinze ans qui s'est interrompue avec la crise financière, mais qui confirme que les actifs financiers transitent de manière croissante par les bilans des institutions financières avant de se concrétiser par un financement de l'économie réelle. En d'autres termes, le nombre de transactions entre institutions financières augmente. Ce constat peut s'expliquer en partie par la complexification des structures financières et des supports de placement offerts, rendant compte d'une spécialisation plus fine des intermédiaires financiers. En outre, on note que l'adoption de la monnaie unique en 1999 semble avoir été suivie d'une accentuation de cette hausse tendancielle, ce qui tendrait à montrer que les intermédiaires financiers ont su exploiter les possibilités élargies de diversification des placements offertes par l'euro et que la chaîne d'intermédiation s'est allongée par la même occasion. Ce constat apparaît cohérent avec l'observation présentée plus haut de la diversification géographique des placements des ménages via les investisseurs institutionnels.

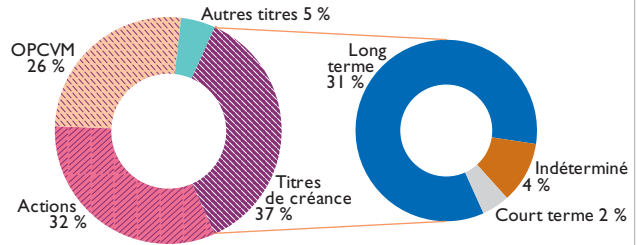
Graphiques 12 Répartition par type d'actif sous-jacent des contrats d'assurance-vie en 2009

(en % du total de chaque portefeuille)

A – Allocation d'actifs des contrats en euros



B – Allocation d'actifs des contrats en unités de compte



Source : Banque de France

On observe également que cette part s'est sensiblement accrue sur la période considérée pour les contrats en unité de compte, alors qu'elle a diminué pour les contrats en euros. Au total, la zone euro hors France a bénéficié en 2009 de plus du tiers de l'ensemble des financements consentis *via* les deux types de contrats.

Quand le risque en capital est supporté par les intermédiaires financiers, la diversification

géographique du portefeuille est donc plus marquée que lorsque ce risque est à la charge des ménages. Ceci peut refléter chez ces derniers la persistance d'une préférence nationale en matière de placements qui trouve encore à s'exercer dans le choix des unités de compte mises à leur disposition. Le caractère risqué du contrat en unités de compte serait ainsi tempéré par l'aspect rassurant des placements de relative proximité géographique.

Le financement de l'économie par les ménages s'opère essentiellement de façon indirecte, par le truchement des intermédiaires financiers.

La « mise en transparence » de ces intermédiaires permet d'apprécier les conséquences de leurs choix d'allocation d'actifs sur le niveau des risques supportés par les ménages. Elle met aussi en évidence leur tendance à investir en France quand ils prennent un risque en capital et à diversifier leurs placements au plan géographique, du moins à l'intérieur de la zone euro, lorsqu'ils souscrivent des placements en produits de taux proposés par les sociétés d'assurance-vie.

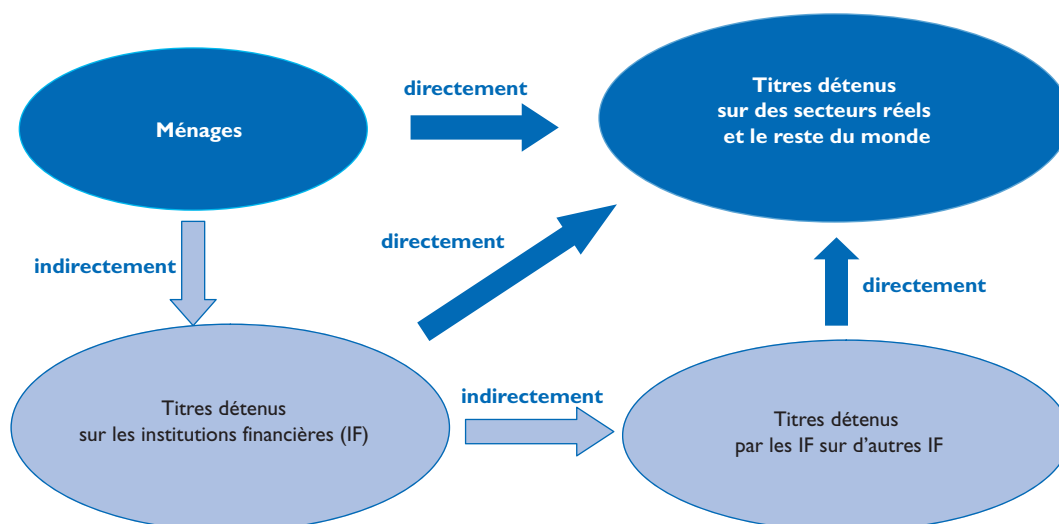
Méthodologie

Estimation de la détention indirecte de titres par les ménages français

En 2010, les ménages français détenaient 34 % de leur portefeuille d'actifs financiers sous forme de contrats d'assurance-vie et 8 % sous forme de titres d'OPCVM (dont 1,2 % OPCVM monétaires). Les dépôts auprès des établissements bancaires représentaient de leur côté 30 % de leur portefeuille. Au total, près des trois-quarts de leurs placements financiers sont intermédiés par des institutions financières qui les emploient, plus ou moins directement, au financement de l'économie. Leurs dépôts dans les banques et leurs placements auprès des investisseurs institutionnels correspondent à des formes différentes d'intermédiation. Dans le cas d'un dépôt, la mutualisation de la ressource ne permet pas de l'affecter à un emploi particulier de l'intermédiaire. On attribue donc à ce dépôt la structure d'ensemble des emplois de l'intermédiaire et on procède de même pour les autres produits d'épargne intermédiée.

S'agissant de la détention indirecte de titres, les informations recueillies par la Banque de France permettent dans un premier temps d'établir une répartition des placements des ménages auprès des OPCVM et des sociétés d'assurance-vie par type d'actif, par zone géographique et par secteur bénéficiaire. Leur détention indirecte est alors calculée comme le produit du montant de leurs placements auprès des institutions financières et de la répartition des actifs détenus par ces dernières. Pour les actifs que l'ensemble de ces institutions détiennent sur elles-mêmes (par exemple les titres d'OPCVM détenus par une société d'assurance ou par un OPCVM), l'opération est répétée jusqu'à obtenir l'imputation la plus complète possible aux financements des secteurs de l'économie non financière ou du reste du monde. Le résidu non imputé correspond à la catégorie « autres investissements ».

Le schéma ci-dessous explicite cette démarche.



Les PME-ETI cotées en bourse : la crise accentue les disparités et souligne les différences de réactivité

Matthieu BRUN, Jean-Luc CAYSSIALS, Elisabeth KREMP

Direction des Entreprises

Observatoire des Entreprises

La capacité des entreprises à croître est un enjeu majeur pour la croissance économique. Bien que non suffisants, l'accès à des sources diversifiées de financement et une structure financière équilibrée sont nécessaires pour assurer un développement pérenne des entreprises de taille moyenne et intermédiaire (PME-ETI). Le recours au marché contribue à la diversification des sources de financement et à la consolidation des capitaux propres. De ce point de vue, il est donc intéressant d'apprécier les performances et la structure financière des PME-ETI cotées en bourse par rapport à leurs homologues non cotées.

La crise économique et financière survenue en 2008 n'a pas épargné les PME-ETI cotées. D'autant plus marquée que le degré d'internationalisation est important, la contraction de leur activité en 2009 s'est traduite par une baisse globale des taux de marge, mais également par des disparités accrues et sensiblement plus fortes que pour leurs homologues non cotées. Certaines sociétés cotées, notamment celles qui appartiennent à la partie la plus active du marché (composant l'indice CMS 190), se sont démarquées par des performances assez remarquables compte tenu de ce contexte de crise.

De fait, les entreprises moyennes cotées se caractérisent par leur grande réactivité et leur faculté à s'adapter à un environnement changeant : le fort accroissement du flux net de trésorerie généré par l'activité en 2009 illustre cette grande capacité d'adaptation. Les premières informations comptables communiquées pour l'exercice 2010 suggèrent sur l'ensemble de l'année une forte reprise de l'activité et des résultats.

Par rapport à la situation des entreprises non cotées, la structure financière des PME-ETI cotées repose sur un poids plus faible de leur trésorerie, une moindre dépendance à l'égard des financements externes et des montants de fonds propres élevés. De fait, une estimation des besoins en fonds propres nécessaires pour que l'endettement financier ne dépasse pas 200 % de ces fonds propres, est beaucoup plus faible que pour les entreprises non cotées. Pour respecter ce seuil, le besoin en fonds propres estimé représenterait 12 % seulement de l'ensemble des fonds propres inscrits dans leur bilan 2009, contre 22 % pour les entreprises non cotées.

Ainsi, les contraintes de financement des PME-ETI cotées paraissent moins importantes que celles des non cotées. En 2009, la contraction de l'endettement financier s'est accompagnée d'une baisse de l'investissement mais, en niveau, ce dernier est resté supérieur à celui des entreprises non cotées.

Mots-clés : PME, ETI, bourse, taux de marge, endettement, fonds propres

Codes JEL : E22, G30, G32, L23, L25

I | Les entreprises moyennes cotées : principalement des ETI

Cette étude présente les résultats d'une comparaison réalisée entre les entreprises cotées dites « moyennes » et un *benchmark* d'entreprises non cotées (cf. encadré 1 et tableau 1)^{1,2}.

Le périmètre de l'étude est constitué de l'ensemble des entreprises cotées sur les compartiments B et C d'Euronext ou sur Alternext, ainsi que des entreprises non cotées disposant d'un bilan consolidé sur la période 2006-2009. Ces dernières correspondent essentiellement à des petites et moyennes entreprises (PME) ou à des entreprises de taille intermédiaire (ETI), regroupées ici sous le terme « PME-ETI », ou « entreprises moyennes ».

L'objectif est de comparer les entreprises cotées et non cotées en termes de performances, de dynamisme et de réactivité. Ainsi, on s'intéresse à la structure financière de ces deux catégories d'entreprises, de même qu'à leur propension à l'investissement, en portant un regard particulier sur leur mode de

réaction face à la crise. On étudie en particulier leurs performances relatives, qu'on examine « toutes choses égales par ailleurs ». Les comparaisons entre les échantillons d'entreprises cotées et non cotées sont menées en retraitant certains effets de composition ayant trait au secteur d'activité, à la taille et à l'âge des entreprises. Le retraitement de ces effets de composition permet d'améliorer la comparabilité entre entreprises cotées et non cotées³.

Leur chiffre d'affaires équivaut à 13 % de celui des entreprises non financières du CAC 40

En 2009, les 425 entreprises moyennes cotées disposant d'un bilan consolidé réalisent un chiffre d'affaires cumulé de 114 milliards d'euros et emploient près de 850 000 salariés.

À titre de comparaison, le chiffre d'affaires de ces PME-ETI cotées équivaut à 13 % de celui des entreprises non financières du CAC 40 et représente 18 % de celui de l'ensemble des entreprises non financières cotées et non cotées ayant un bilan consolidé en 2009⁴.

ENCADRÉ 1

Les PME-ETI cotées et non cotées disposant de comptes consolidés

425 entreprises non financières cotées en 2009 sur le segment B ou C d'Euronext, ou sur Alternext¹. Les unités classées dans le secteur financier (section K de la nomenclature) sont exclues de l'échantillon. Ne sont retenues par ailleurs que les entreprises dont les comptes sont disponibles dans la base des comptes consolidés de la Banque de France.

- 123 de ces entreprises composent l'indice CMS 190 (CAC Mid & Small 190) d'Euronext. Cet indice regroupe les 190 capitalisations suivant les 60 principales valeurs au sein de l'indice SBF 250. Il correspond aux valeurs dont les volumes d'échange sont les plus importants.
- Les autres valeurs, au nombre de 302, appelées hors CMS 190, sont principalement des valeurs du segment C et d'Alternext.

3 558 entreprises non financières non cotées présentes dans la base des comptes consolidés constituent l'échantillon de référence. Cette population fait l'objet de trois retraitements :

- exclusion des très grandes entreprises, hors du champ d'analyse ;
- exclusion des entreprises qui sont elles-mêmes filiales d'une autre société et comprises dans leurs comptes consolidés ;
- exclusion des entreprises ayant une filiale cotée.

¹ Cette étude ne prend pas en compte l'évolution temporelle de la composition des compartiments de marché. Le lecteur peut se reporter au rapport annuel 2010 de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché.

¹ Créée en mai 2005, Alternext est une plate-forme de transactions à destination des investisseurs présents dans les petites et moyennes entreprises de la zone euro, organisée par Euronext. L'objectif est d'offrir une alternative de cotation aux petites et moyennes entreprises souhaitant lever des capitaux.

² La restriction de l'étude aux entreprises présentant un bilan consolidé permet d'homogénéiser les comparaisons effectuées entre les entreprises cotées et non cotées.

³ L'objectif n'est pas de mesurer les effets de la cotation sur les entreprises ayant été cotées, problématique nécessitant un traitement statistique plus complexe (cf. encadré 2).

⁴ Le chiffre d'affaires consolidé des 32 sociétés non financières de l'indice CAC 40 était de 897 milliards d'euros en 2009.

Tableau I Poids économique des PME-ETI en 2009

(données cumulées en milliards d'euros, données moyennes en millions d'euros, répartition en %)

	Données cumulées et répartition						Données moyennes		
	Nombre		Chiffre d'affaires		Fonds propres		Chiffre d'affaires moyen	Fonds propres	Total de bilan
		(en %)		(en %)		(en %)			
Non cotées	3 558	100	521,5	100	144,6	100	147	41	133
Par secteur									
Industrie et construction	1 431	40	198,8	38	63,0	44	139	44	13
Commerce	1 179	33	206,0	40	37,2	26	75	32	103
Services	948	27	116,7	22	44,5	31	123	47	175
Par taille									
PME	1 563	44	52,3	10	15,8	11	33	10	28
ETI	1 923	54	341,7	66	92,7	64	178	48	167
Grandes entreprises	72	2	127,5	24	36,1	25	1 771	501	1 503
Cotées	425		114,1		47,5		268	112	321
Cotées hors CMS 190	302	100	42,3	100	22,4	100	140	74	198
Par secteur									
Industrie et construction	112	37	20,9	49	9,4	42	187	84	211
Commerce	41	14	8,9	21	2,4	11	217	58	148
Services	149	49	12,5	30	10,6	47	84	71	203
Par taille									
PME	119	39	2,5	6	3,1	14	21	26	75
ETI	173	57	26,7	63	13,9	62	154	80	216
Grandes entreprises	10	3	13,1	31	5,4	24	1 312	541	1 361
Cotées CMS 190	123	100	71,8	100	25,1	100	584	204	624
Par secteur									
Industrie et construction	50	41	30,7	43	11,0	44	614	220	691
Commerce	15	12	6,9	10	2,6	10	458	174	447
Services	58	47	34,2	48	11,5	46	590	198	611
Par taille									
PME	7	6	0,2	0	0,3	1	22	49	60
ETI	84	68	28,9	40	14,0	56	344	167	423
Grandes entreprises	32	26	42,8	60	10,7	43	1 336	335	1 273

Sources : Banque de France – base FIBEN des comptes consolidés (janvier 2011) et ID Midcaps pour la définition du CMS 190

Elles sont très présentes dans les activités de services et l'industrie

En termes sectoriels, mesurées par le chiffre d'affaires, les activités de service pèsent deux fois plus au sein des entreprises cotées qu'au sein des entreprises non cotées. L'industrie et la construction couvrent par ailleurs près de la moitié du chiffre d'affaires alors que les activités du commerce ont un poids plus limité.

Les entreprises de l'indice CMS 190 sont nettement plus grandes

La plupart présentent les caractéristiques d'entreprises de taille intermédiaire (ETI). La partie la plus active

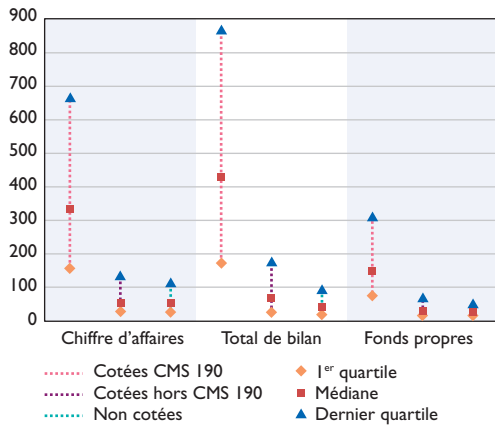
du marché, c'est-à-dire les entreprises de l'indice CMS 190, comprend quelques grandes entreprises (cf. encadré 1). Les entreprises n'appartenant pas à l'indice CMS 190 sont beaucoup plus souvent des PME : leur chiffre d'affaires moyen est très inférieur, avec une valeur médiane cinq fois plus faible que celle de l'indice CMS 190 (cf. graphique 1).

Ainsi, que ce soit en termes de chiffre d'affaires, de total de bilan ou de fonds propres, l'écart est important entre les entreprises du CMS 190 et les autres entreprises cotées, hors CMS 190. Ces dernières sont nettement plus proches des entreprises non cotées disposant de comptes consolidés.

Graphique 1 Chiffre d'affaires, total de bilan et fonds propres des PME-ETI cotées (CMS 190 et hors CMS 190) et non cotées

Distribution par catégorie d'entreprise en 2009

(en millions d'euros)



Note : En 2009, pour un quart des entreprises de l'indice CMS 190, le chiffre d'affaires est supérieur à 660 millions d'euros (dernier quartile), pour la moitié (médiane), supérieur à 330 millions et pour un quart (premier quartile), inférieur à 150 millions. Pour la population d'entreprises non cotées choisie comme référence, les seuils sont respectivement de 110 millions d'euros, 50 millions et 30 millions.

Source : Banque de France – base FIBEN des comptes consolidés (janvier 2011)

Un tiers d'entre elles sont « innovantes »

Au-delà des avantages purement financiers, l'introduction en bourse apporte aussi beaucoup en termes d'image et d'accès à la R&D (cf. Quiry et Le Fur, 2011). Il n'est pas surprenant dans ces conditions qu'un tiers des entreprises cotées disposent

Tableau 2 Poids économique des PME-ETI innovantes en 2009

(Chiffre d'affaires, fonds propres et total de bilan en milliards d'euros)

	Nombre	Chiffre d'affaires	Fonds propres	Total de bilan
Non cotées	105	18,7	6,9	14,9
Cotées	142	15,0	5,7	18,3
Industrie et construction	129	22,2	7,6	22,7
Commerce	17	2,2	0,6	1,6
Services	101	9,4	4,4	9,0
Total	247	33,7	12,6	33,2

Note : Les entreprises innovantes sont définies ici par le label « innovation » attribué par OSEO.

Sources : Banque de France et OSEO – base FIBEN des comptes consolidés (janvier 2011)

du label « innovation » d'OSEO, contre 3 % seulement pour les entreprises non cotées. S'agissant souvent de « start-up », leur poids en termes de chiffre d'affaires reste toutefois limité (cf. tableau 2).

2| Les PME-ETI cotées : plus réactives

À partir de cette section, l'analyse porte sur la période 2006-2009, sur un sous-ensemble constitué de bilans disponibles sur les quatre exercices. La population des entreprises moyennes cotées passe alors de 425 à 360 entreprises, celle des non cotées de 3 558 à 2 271⁵. Pour la population des PME-ETI cotées, le chiffre d'affaires en 2009 passe alors de 114 à 111 milliards d'euros.

Avant la crise, une croissance plus dynamique des PME-ETI cotées...

Dans la phase précédant la crise, la croissance des entreprises cotées est plus rapide que celle des non cotées : respectivement 12 % et 8 % pour la croissance du chiffre d'affaires en 2007.

Ceci se vérifie quel que soit le secteur d'activité, mais ce dynamisme est très marqué parmi les entreprises innovantes et dans les activités de service (cf. graphiques 2). L'écart le plus notable est celui constaté entre les entreprises à plus forte croissance au sein des populations cotée et non cotée.

Ainsi, en 2007, un quart des entreprises des activités de services cotées affichent un taux de croissance supérieur à 38 % ; pour les entreprises non cotées, ce seuil n'est que de 17 %.

En 2008, le quart des entreprises de services les plus performantes ont des taux de croissance supérieurs respectivement à 21 % (cotées) et 13 % (non cotées).

De même, les effectifs augmentent rapidement, surtout dans les services. En 2007, ils se sont globalement accrus deux fois plus rapidement dans les entreprises cotées que dans les non cotées. La moitié des entreprises cotées affichent alors un taux de croissance des effectifs supérieur à 7 %, contre 2 % seulement pour les autres. Les entreprises qualifiées d'innovantes sont par ailleurs les plus fortement créatrices d'emplois.

5 Quand certaines données comptables sont indisponibles, certains agrégats ne sont pas calculés. C'est le cas pour les flux de trésorerie ainsi que pour les effectifs.

... suivie d'un fort ajustement en 2008-2009

Dès 2008, la crise paraît interrompre cette tendance : les entreprises moyennes cotées, surtout celles de l'industrie, sont particulièrement affectées. Leur chiffre d'affaires stagne alors qu'il augmente encore dans les non cotées (à hauteur de, respectivement, 0,2 % et 6,2 %). Les disparités sont de plus en plus marquées, notamment dans les activités de services et parmi les sociétés innovantes.

En 2009, la dégradation de l'activité s'accroît et concerne désormais tous les secteurs des entreprises moyennes cotées : dans les services, le chiffre d'affaires baisse en effet de 6,5 % en moyenne et les effectifs de 3,7 %. Le chiffre d'affaires de l'industrie continue de reculer avec une chute de 12 %. La moitié des entreprises industrielles cotées contractent leur chiffre d'affaires de plus de 9 % ; un quart seulement sont

en croissance. Les entreprises non cotées connaissent une évolution assez proche.

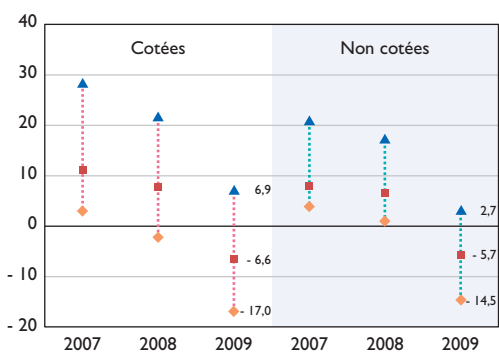
Toujours en 2009, que l'on considère les entreprises innovantes, les entreprises de l'industrie ou celles des services, l'écart entre le taux de croissance des entreprises les plus dynamiques en termes de croissance de leur chiffre d'affaires (troisième quartile) et les moins dynamiques (premier quartile) est plus important parmi les entreprises cotées que parmi les non cotées. Le seul secteur où ce constat n'est pas partagé est le commerce.

La plus grande internationalisation des entreprises cotées explique en partie les résultats observés sur la période 2008-2009. Le fort recul de l'activité à l'international a davantage touché l'activité globale des entreprises cotées que celle de leurs homologues non cotées. Lorsque l'information est disponible, il

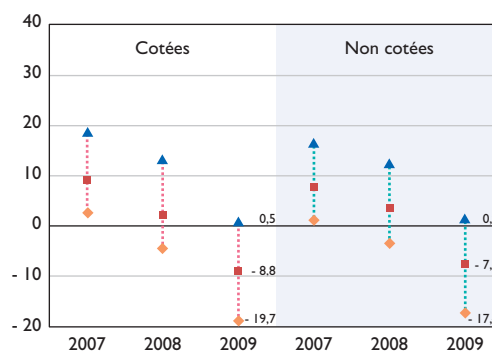
Graphiques 2 Variation du chiffre d'affaires des PME-ETI cotées et non cotées de 2007 à 2009
Distributions sur différentes sous populations

(en %)

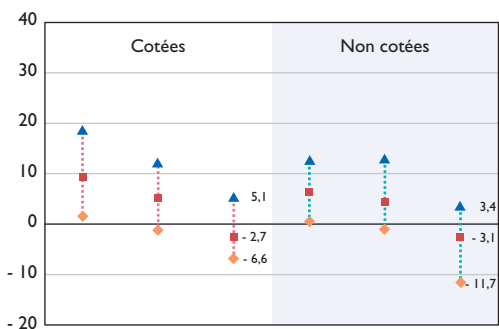
a) Innovantes



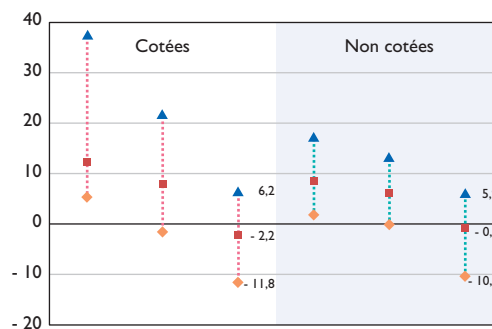
b) Industrie et construction



c) Commerce



d) Services



◆ 1^{er} quartile ■ Médiane ▲ Dernier quartile

Source : Banque de France – base FIBEN des comptes consolidés (janvier 2011) – échantillon cylindré sur les quatre exercices

apparaît que près de la moitié du chiffre d'affaires des sociétés cotées est réalisé à l'étranger, contre 30 % dans les sociétés non cotées⁶.

Avec la reprise de l'économie mondiale en 2010, les sociétés les plus tournées vers l'international, et singulièrement celles présentes sur les marchés émergents, verront très probablement, sur cet exercice, une croissance soutenue de leur chiffre d'affaires. De fait, les données déjà communiquées par les sociétés (chiffre d'affaires trimestriels, rapports financiers semestriels et premières informations annuelles) confirment une nette amélioration, d'autant plus marquée que l'ajustement avait été fort en 2008 et 2009.

Des dépenses d'investissement soutenues, mais un ralentissement depuis deux ans

À partir de 2008, les dépenses d'investissement des entreprises cotées ont été fortement réduites (cf. graphiques 3). Ainsi, mesuré par les flux nets des opérations d'investissement en pourcentage du chiffre d'affaires, l'effort d'investissement des entreprises du CMS 190 représente moins de 6 % de leur chiffre d'affaires (contre 7,5 % en 2007). Entre 2007 et 2009, pour les entreprises les plus dynamiques en termes de dépenses d'investissement, i.e. le quart des entreprises qui investissent le plus, la valeur prise par le quartile est

divisée par deux, aussi bien pour les entreprises cotées du CMS 190 que les autres cotées. Cet ajustement est d'autant plus important qu'il correspond à la part des dépenses d'investissement dans le chiffre d'affaires et que le repli de ce dernier a été particulièrement marqué en 2009 dans les sociétés cotées. Dans les entreprises non cotées, l'indicateur évolue assez peu sur les quatre exercices. Sa distribution est stable dans le temps et son niveau inférieur à celui des entreprises cotées.

Les entreprises moyennes cotées se distinguent ainsi de leurs homologues non cotées par deux aspects :

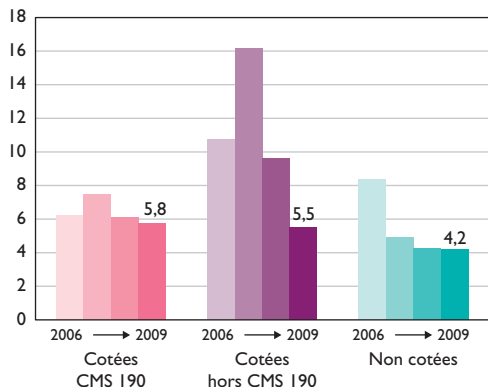
- une plus forte dispersion et une plus grande volatilité sur la période ;
- un effort d'investissement supérieur, y compris en période de crise ; cet aspect est davantage marqué dans les sociétés cotées du CMS 190.

Ces résultats sont également liés à la répartition sectorielle de chacun des sous-ensembles. Les activités de services ont un poids élevé dans les entreprises du CMS 190 et sont en partie à l'origine du plus grand dynamisme en termes d'investissement. Par ailleurs, au sein de ce sous-ensemble des activités de services sont présentes des entreprises avec un fort contenu technologique.

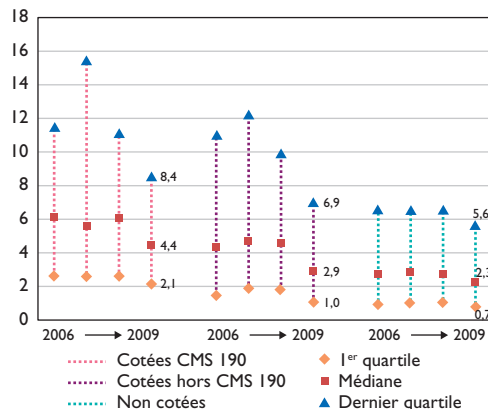
Graphiques 3 Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement/chiffre d'affaires

(en %)

a) Ratio moyen



b) Distribution en quartiles de 2006 à 2009



Note de lecture : Le flux net de trésorerie des opérations d'investissement correspond essentiellement aux décaissements liés aux acquisitions d'immobilisations corporelles incorporelles et financières, moins les encaissements perçus sur les cessions d'immobilisations de même nature. Source : Banque de France – base Fiben des comptes consolidés (janvier 2011) – échantillon cylindré sur les quatre exercices

⁶ La donnée est servie en 2009 pour 30 % seulement des sociétés cotées, et 16 % des sociétés non cotées.

3| PME-ETI cotées : résilience de la structure financière malgré la crise

Davantage de fonds propres dans les ressources

La cotation en bourse permet aux entreprises de diversifier leurs ressources et de consolider plus facilement le niveau de leurs fonds propres pour financer leur croissance. En 2009, la moitié des entreprises moyennes cotées ont des fonds propres représentant plus de 40 % du total des ressources, contre 33 % seulement pour les non cotées (cf. graphiques 4). Cet écart favorable est encore plus marqué pour les entreprises de l'indice CMS 190.

Les entreprises innovantes cotées sont plutôt mieux dotées en fonds propres que les innovantes non cotées. Elles disposent en général de plus de fonds propres que les autres entreprises dans leur famille respective (cotées ou non cotées).

Des besoins en fonds propres limités par rapport aux entreprises non cotées

Une façon d'estimer les besoins en fonds propres d'une entreprise est de comparer son endettement financier à ses fonds propres. Un seuil souvent retenu par les analystes est celui de 200 %. En 2009, les besoins en fonds propres nécessaires pour respecter cette limite

d'endettement sont estimés à 5,6 milliards d'euros dans les entreprises cotées et à 31,2 milliards dans les entreprises non cotées (cf. tableau 3). La situation est certes hétérogène : au sein des sociétés cotées, une entreprise représente à elle seule le tiers de ces besoins en fonds propres. Ces besoins peuvent être rapprochés des fonds propres globaux des entreprises moyennes cotées (47,5 milliards), ainsi que de leur capitalisation boursière (56,7 milliards d'euros). Ils représentent ainsi 12 % du total des fonds propres (22 % pour les entreprises non cotées).

Évaluées par rapport à leur niveau d'endettement, 15 % des entreprises cotées sont concernées par des besoins en fonds propres en 2009, contre 24 % pour les entreprises non cotées. Pour les entreprises cotées innovantes, toujours en nombre d'entreprises, cette proportion est limitée à 10 %.

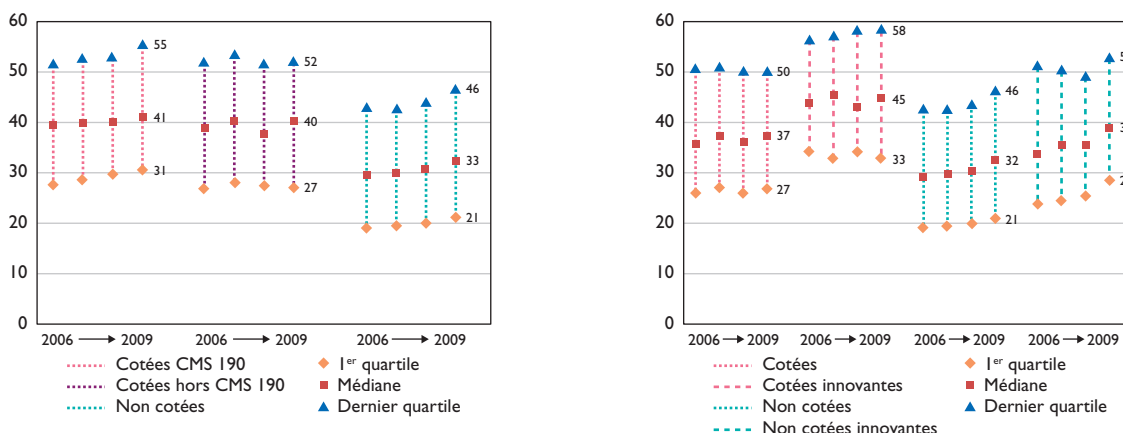
Au sein des entreprises cotées, les besoins en fonds propres sont en apparence importants pour les sociétés qualifiées d'innovantes, mais un tout petit nombre d'entreprises concentre l'essentiel de ces besoins, estimés à près de 2 milliards d'euros (plus du tiers de leurs fonds propres en 2009).

Rapporté au total du bilan, le poids de l'endettement financier de chaque sous-ensemble est assez proche

Si les entreprises cotées sont un peu moins dépendantes des financements externes, les écarts

Graphiques 4 Fonds propres/total de bilan
Distribution en quartiles de 2006 à 2009

(en %)



Source : Banque de France – base FIBEN des comptes consolidés (janvier 2011) – échantillon cylindré sur les quatre exercices

Tableau 3 Estimation des besoins en fonds propres par rapport à un seuil d'endettement en 2009

(en milliards d'euros, taux d'endettement et poids dans le total en %)

	Fonds propres	Endettement financier	Taux d'endettement par rapport aux fonds propres	Estimation des besoins en fonds propres	
					Poids dans le total des fonds propres
Non cotées	144,6	164,4	113,7	31,2	21,6
Par secteur					
Industrie et construction	63,0	55,7	88,5	9,0	14,3
Commerce	37,2	39,1	105,3	6,9	18,6
Services	44,5	69,5	156,4	15,3	34,3
Par taille					
PME	15,8	13,8	87,4	1,7	10,8
ETI	92,7	119,0	128,3	24,2	26,1
Grandes entreprises	36,1	31,6	87,6	5,3	14,7
Innovantes	6,9	2,7	39,6	0,1	1,2
Cotées	47,5	46,2	97,4	5,6	11,9
Par secteur					
Industrie et construction	20,4	18,4	90,0	2,6	12,9
Commerce	5,0	3,4	67,5	0,6	12,9
Services	22,1	24,5	111,0	2,4	10,7
Par taille					
PME	3,4	4,4	127,4	0,8	22,1
ETI	27,9	23,0	82,4	1,8	6,4
Grandes entreprises	16,1	18,9	116,9	3,1	19,2
Innovantes	5,7	6,0	105,8	1,9	34,4

Notes : Les besoins en fonds propres sont évalués à partir de leur ratio endettement financier sur fonds propres, en prenant en compte le seuil de 200 % pour le ratio. Aucune entreprise ne doit présenter un taux d'endettement supérieur à ce seuil. Le montant des fonds propres nécessaire est ainsi estimé à 5,6 milliards pour les entreprises moyennes cotées en 2009.

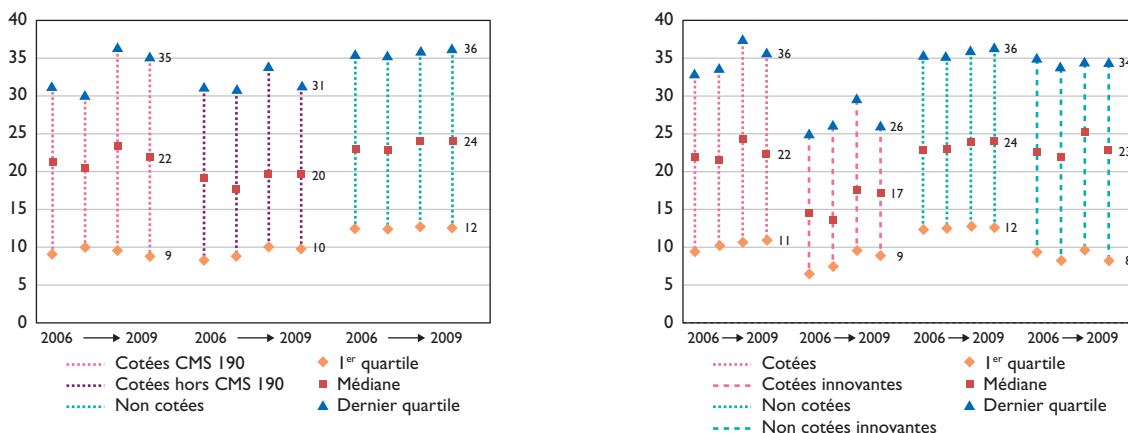
Source : Banque de France – base FIBEN des comptes consolidés (janvier 2011)

ne sont pas vraiment significatifs. La médiane du taux d'endettement financier (mesuré ici par rapport au total de bilan) se situe autour de 20 %, quelle que soit la population ou l'année considérée⁷ (cf. graphiques 5).

Globalement, dans les entreprises moyennes cotées, le poids de l'endettement s'est accru en 2008, avant de diminuer en 2009. Pour les entreprises non cotées, les évolutions sont moins prononcées.

Graphiques 5 Endettement financier/total de bilan – Distribution en quartiles de 2006 à 2009

(en %)



Note : L'endettement financier est défini par l'encours brut de dettes auprès des établissements de crédit, du marché (obligations et autres titres) et du groupe. Source : Banque de France – base FIBEN des comptes consolidés (janvier 2011) – échantillon cylindré sur les 4 exercices

7 Le taux d'endettement financier est ici mesuré par rapport au total du bilan et non par rapport aux fonds propres car cela permet de conserver dans l'analyse les entreprises pour lesquelles les fonds propres sont négatifs.

Les entreprises innovantes cotées se démarquent davantage de leurs homologues cotées par un niveau d'endettement inférieur, corollaire de l'importance des fonds propres dans le total de leurs ressources. Le financement de ces sociétés passe surtout par des apports en capitaux propres, *via* les sociétés de capital risque et les multiples dispositifs mis en œuvre dans le cadre du financement de l'innovation.

En 2009, l'endettement se réduit fortement dans les PME-ETI cotées

La contraction des dépenses d'investissement s'accompagne d'un désendettement en 2009 : les flux nets des opérations de financement sont négatifs dans les entreprises cotées, et représentent en moyenne plus de 3 % du chiffre d'affaires. Ainsi, les remboursements d'emprunts (sorties de trésorerie) sont supérieurs aux nouvelles dettes contractées (entrées de trésorerie).

Là encore, par rapport aux entreprises non cotées, la dispersion et la volatilité des ratios dans le temps sont plus fortes. Conséquence du dynamisme de l'investissement en 2007, les flux nets positifs générés par les opérations de financement ont représenté

plus de 7 % du chiffre d'affaires pour un quart des entreprises moyennes cotées (cf. graphiques 6).

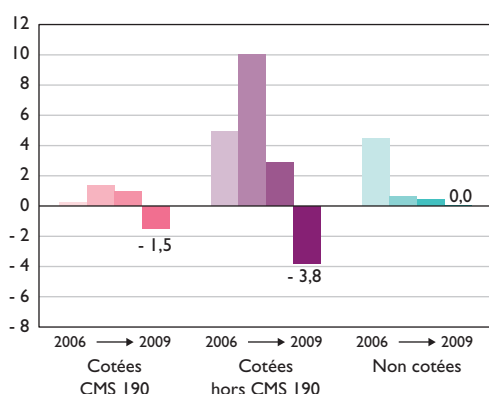
En 2008 et, surtout, en 2009, la situation s'inverse. Les entreprises cotées sont peu nombreuses à s'endetter davantage. Apprécié globalement, l'effort de désendettement apparaît supérieur désormais à celui des entreprises non cotées, ce qui suggère une plus grande réactivité.

Cette réduction de l'endettement est corroborée par l'examen des données de la Centrale des risques qui répertorie les encours de financements bancaires octroyés par les établissements de crédit résidents⁸. Après avoir fortement progressé jusqu'à l'été 2008, les encours de crédit mobilisés et mobilisables se sont contractés dans les PME-ETI cotées. En glissement annuel, ces encours de crédit baissent de 4 % en avril 2010. Ils se redressent légèrement ensuite mais accusent encore une baisse en décembre 2010 (-2,1 %). Avec un total d'engagements de 36 milliards d'euros à cette date, ils sont toutefois largement supérieurs à ce qu'ils étaient en 2006 (26 milliards d'euros). En comparaison, les encours des entreprises non cotées ont fortement ralenti sur la période, mais leur variation en glissement annuel est toujours restée positive.

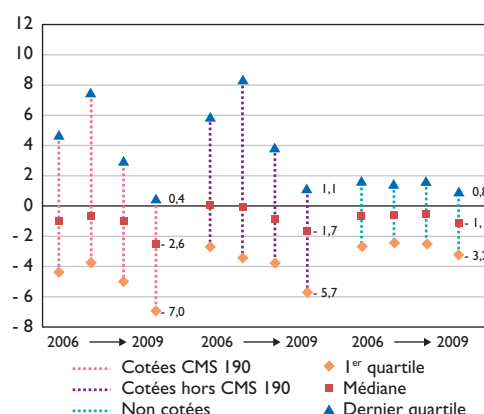
Graphiques 6 Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement/chiffre d'affaires

(en %)

a) Ratio moyen



b) Distribution en quartiles de 2006 à 2009



Note de lecture : Le flux net de trésorerie des opérations de financement correspond principalement aux nouveaux emprunts contractés (établissements de crédit, obligations et autres titres de marché) diminués des remboursements effectués.

Source : Banque de France – base Fiben des comptes consolidés (janvier 2011) – échantillon cylindré sur les quatre exercices

⁸ Par rapport aux données des bilans consolidés, le périmètre est différent : il s'agit ici des encours de crédit déclarés par les seuls établissements bancaires résidents, au-delà du seuil de déclaration de 25 000 euros, et bénéficiant à l'unité légale ainsi qu'aux principales filiales entrant dans le périmètre de consolidation. Les bilans consolidés comportent pour leur part les financements bancaires de toutes les filiales consolidées au niveau du groupe, résidentes et non résidentes, qu'il s'agisse de crédits accordés par des établissements bancaires résidents ou non résidents.

4| Les performances des PME-ETI cotées : globalement supérieures, mais très dispersées

Évolution plus marquée du taux de marge

Avec la chute de l'activité en 2008 et en 2009, le taux de marge opérationnelle des PME-ETI cotées (résultat d'exploitation sur chiffre d'affaires) recule tout en demeurant supérieur à celui des entreprises non cotées⁹ (cf. graphiques 7). Il est en moyenne de 4,6 % en 2009 dans les sociétés cotées du CMS 190, et de 5,3 % dans les autres sociétés cotées, contre 4 % pour l'échantillon de référence non coté.

L'analyse de la distribution de l'indicateur de marge opérationnelle permet de compléter ce diagnostic. Les performances des entreprises appartenant à l'indice CMS 190 sont meilleures, puisque, malgré la crise en 2009, 75 % de ces entreprises ont un ratio encore supérieur à 2,8 %, contre un niveau de 0,9 % pour les non cotées. Celles des sociétés cotées hors CMS 190 sont plus hétérogènes : ainsi, en 2009, le taux de marge opérationnelle des entreprises relevant du premier quartile est inférieur à -1,4 %, ce qui marque et accentue un fort contraste avec les

meilleures performances des entreprises relevant du dernier quartile qui dégagent un ratio supérieur à 7,8 %.

En termes de taux de marge nette (résultat net consolidé sur chiffre d'affaires), ces disparités sont encore amplifiées et confirment une plus grande résistance des entreprises cotées appartenant au CMS 190 (cf. graphique A2, annexe 2).

Les informations financières publiées par les sociétés cotées au titre du premier semestre 2010 font état d'une nette amélioration des résultats, dans un contexte de reprise de l'activité. Les taux de marge sont ainsi en nette progression sur les six premiers mois de 2010, évolution qui pourrait être confirmée par les publications au titre de l'exercice complet de 2010.

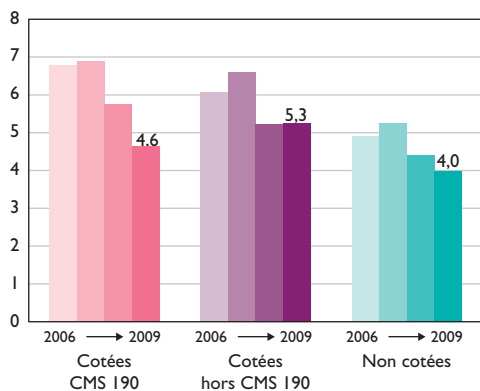
Hétérogénéité des performances plus forte que pour les entreprises non cotées

Les performances des entreprises cotées sont plus hétérogènes que celles des entreprises non cotées, notamment suite à la crise, qu'elles soient mesurées par la marge nette ou par la marge d'exploitation. Ce résultat a été testé statistiquement afin de tenir compte de la grande différence de taille entre les populations d'entreprises cotées et non cotées (cf. annexe 3).

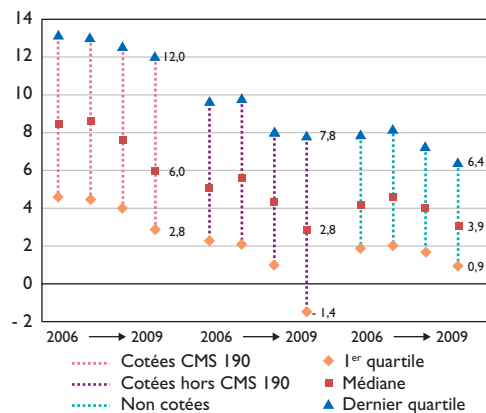
Graphiques 7 Taux de marge opérationnelle – Résultat d'exploitation/chiffre d'affaires

(en %)

a) Ratio moyen



b) Distribution en quartiles de 2006 à 2009



Source : Banque de France – base Fiben des comptes consolidés (Janvier 2011) – échantillon cylindré sur les 4 exercices

9 Le résultat d'exploitation est issu de plusieurs retraitements réalisés par la Banque de France afin d'obtenir une meilleure comparabilité entre les entreprises, notamment entre celles qui utilisent les normes comptables françaises et celles qui utilisent les normes IFRS.

Grande réactivité permettant de préserver le flux de trésorerie généré par l'activité

Le comportement des entreprises moyennes cotées en période de crise paraît particulièrement réactif, comme semble en témoigner leur capacité à générer un flux de trésorerie de l'activité, nettement plus forte que celle des entreprises non cotées.

Quel que soit l'indicateur statistique, ratio moyen ou indicateur de dispersion, les performances des sociétés cotées en matière de flux de trésorerie issu de l'activité, et plus particulièrement celles du CMS 190, sont meilleures (cf. graphiques 8). L'écart avec les non cotées est important dans tous les cas : plus de quatre points en 2009 pour la valeur médiane et le dernier quartile. Mais pour les sociétés cotées, la situation est relativement hétérogène, surtout pour les sociétés hors CMS 190, une partie de cette population se distinguant finalement assez peu des entreprises non cotées.

Les flux nets de trésorerie générés par l'activité augmentent fortement en 2009 : ils atteignent 10 % du chiffre d'affaires pour les entreprises cotées hors CMS 190, et 8,3 % pour celles du CMS 190. Ce ratio est nettement inférieur dans les entreprises non cotées.

Cette amélioration en 2009 résulte des effets, en apparence paradoxaux, de la crise. La baisse du chiffre

d'affaires a eu mécaniquement une incidence positive sur le ratio, mais l'évolution s'explique aussi par la forte réactivité de ces entreprises qui ont pris rapidement les mesures nécessaires pour préserver leur capacité à générer de la trésorerie : ajustement des stocks, réduction des coûts et gestion rigoureuse du poste client.

De moindres besoins en fonds de roulement et une trésorerie optimisée

Ainsi, le poids des besoins en fonds de roulement, moins élevé dans les entreprises moyennes cotées que dans les non cotées, baisse en 2009. Cette fois encore, les entreprises du CMS 190 se démarquent : exprimé en jours de chiffre d'affaires, le poids des besoins en fonds de roulement en 2009 est inférieur à 63 jours pour plus de la moitié des sociétés composant le CMS 190 (86 jours pour les cotées hors CMS 190, 108 jours pour les non cotées).

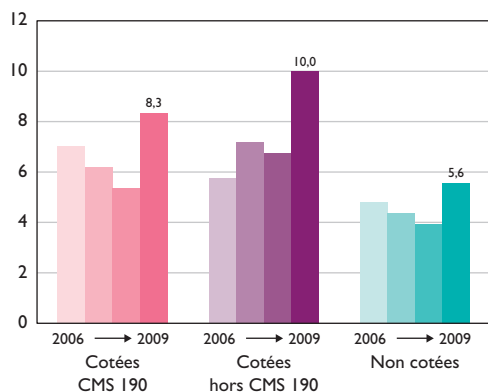
Dans chacune des catégories, les entreprises qualifiées d'innovantes se caractérisent également par le poids plus important des besoins en fonds de roulement : néanmoins, celles qui sont cotées ont, là aussi, moins de besoins que les non cotées.

Enfin, la part de la trésorerie dans le total du bilan des entreprises cotées est, elle aussi, moins élevée que celle des non cotées (cf. annexe 2, graphique A4).

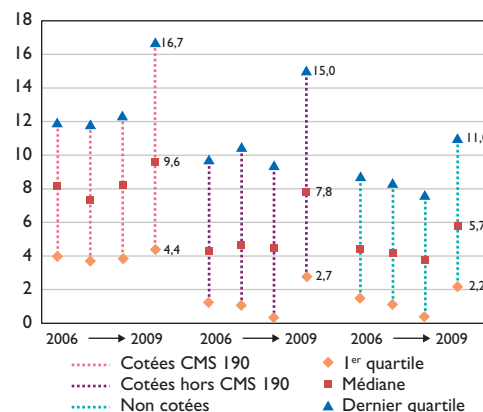
Graphiques 8 Flux net de trésorerie généré par l'activité/chiffre d'affaires

(en %)

a) Ratio moyen



b) Distribution en quartiles de 2006 à 2009



Note de lecture : le flux net de trésorerie généré par l'activité est obtenu par différence entre le résultat brut d'exploitation (hors variation de stocks) et la variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation.

Source : Banque de France – base Fiben des comptes consolidés (janvier 2011) – échantillon cylindré sur les 4 exercices

Les entreprises cotées utilisent activement leurs ressources et sont moins contraintes en termes de financement que leurs homologues non cotées.

5| Des résultats confirmés par une analyse « toutes choses égales par ailleurs »

Les entreprises cotées, le plus souvent des entreprises industrielles ou des entreprises de services, sont plus grandes en termes de chiffre d'affaires ou d'effectifs, et moins nombreuses que les entreprises non cotées. Elles sont aussi plus anciennes en moyenne, et plus

souvent innovantes au regard du critère de labellisation OSEO (cf. tableau 4). Ces effets de structure doivent être pris en compte dans les appréciations que l'on peut porter en comparant les entreprises cotées et non cotées, parce qu'ils peuvent aussi contribuer à expliquer la performance des entreprises. Pour ce faire, on raisonne « toutes choses égales par ailleurs », c'est-à-dire à valeur fixée des autres caractéristiques descriptives prises en compte dans l'analyse (cf. encadré 2).

En 2006, les PME-ETI cotées avaient des performances au moins équivalentes à celles des non cotées

En 2006, pour les niveaux de performances moyens à élevés, les entreprises cotées avaient déjà des marges

ENCADRÉ 2

L'analyse des performances « toutes choses égales par ailleurs » (régressions quantiles)

L'analyse de la variance mesure les interactions entre une variable d'analyse et les facteurs explicatifs en moyenne. Lorsque ces liaisons sont complexes, il est préférable de recourir à une approche par régressions quantiles. On mesure les liens entre les différents quantiles de la variable étudiée et les facteurs explicatifs. L'analyse est plus riche car elle est différenciée suivant que l'on considère les valeurs élevées, faibles ou intermédiaires de la variable d'étude (cf. Koencker et Hallock, 2001). En outre, elle est robuste aux valeurs extrêmes, fortement susceptibles de biaiser les résultats.

Cette technique de redressement est appliquée ici à l'étude de la marge opérationnelle. Les quantiles de la distribution des marges opérationnelles relatifs à la population des entreprises cotées et non cotées sont calculés à secteur d'activité, taille et âge constants. La présence d'une éventuelle labellisation « entreprise innovante » par OSEO est également prise en compte. La marge opérationnelle neutralise les effets comptables liés à la dépréciation des actifs (notamment pour les comptes établis en normes IFRS¹), qui a fortement impacté les marges nettes issues des bilans recensés après la crise. L'analyse est également menée en séparant les entreprises cotées en fonction de leur appartenance au CMS 190.

Cette analyse ne retient que certaines caractéristiques descriptives de la firme telles que son âge, son secteur d'activité ou sa taille ; elle ne mesure pas l'effet causal de la cotation sur la performance des entreprises ; ceci est un exercice bien plus complexe qui doit en particulier tenir compte des problématiques de sélection : il est fort probable que les entreprises ayant décidé d'être cotées avaient, au moment de leur entrée en bourse, des performances et/ou des anticipations de développement importantes, justifiant qu'elles aient besoin de nouvelles sources de financement. Ainsi, la certification apportée par les banques d'investissement lors de leur introduction en bourse envoie un signal positif au marché, reflet d'une sélection ex ante des entreprises.

Interprétation des résultats

Les contributions des variables de contrôle au calcul des quantiles conditionnels de la variable d'analyse sont représentées graphiquement. Pour un niveau de performance donné, la valeur de ces contributions mesure le lien entre un des facteurs explicatifs et la variable d'analyse, à valeur fixée des autres facteurs. Lorsque la contribution d'un facteur varie voire change de signe suivant le niveau de performance étudié, cela indique que le lien n'est pas le même suivant que l'on considère les meilleures ou les plus mauvaises performances. À chacune des contributions est associé un intervalle de confiance, qui permet de savoir si le lien est statistiquement significatif. L'ensemble des résultats est présenté en annexe.

¹ L'influence de la nature de la norme comptable a été testée dans le cadre de l'analyse des performances « toutes choses égales par ailleurs » : celle-ci ne modifie pas les résultats.

opérationnelles plus élevées que celles des non cotées. Cet écart était d'autant plus fort que les niveaux de performances étaient plus élevés ; il s'expliquait avant tout par les performances des entreprises du CMS 190.

En revanche, l'écart de performance entre les entreprises cotées hors CMS 190 et les entreprises non cotées n'était globalement pas significativement différent de zéro.

Par ailleurs, les entreprises labellisées innovantes n'étaient ni plus ni moins performantes en termes de marge opérationnelle que les autres, « toutes choses égales par ailleurs » et quel que soit le niveau de performance considéré (cf. annexe 4).

En 2009, amélioration des meilleures performances des PME-ETI et dégradation amplifiée de leurs moins bonnes performances, comparativement aux non cotées

En 2009, « toutes choses égales par ailleurs », pour des niveaux de performances élevés, les entreprises cotées ont des résultats supérieurs à ceux des entreprises non cotées¹⁰. En revanche, les entreprises cotées les moins performantes présentent des marges opérationnelles inférieures à celles des entreprises non cotées les moins performantes (cf. graphique 9). L'écart de performance entre les sociétés cotées et les sociétés non cotées ne fait que souligner l'hétérogénéité au sein

de la population des entreprises cotées, hétérogénéité accentuée par la crise¹¹.

- Ainsi, le quart des entreprises cotées les plus performantes ont des marges plus élevées que le quart des entreprises non cotées les plus performantes : l'écart pour le troisième quartile des marges entre les deux populations est de 2,3 points ; il atteint 4,7 points lorsque l'on considère les 10 % des entreprises ayant les performances les plus élevées.

- Les marges médianes associées aux entreprises cotées et non cotées ne diffèrent pas de façon significative.

- En revanche, les 10 % des entreprises cotées les moins performantes présentent des marges plus faibles que celles associées aux 10 % des entreprises non cotées les moins performantes, « toutes choses égales par ailleurs ».

Ces disparités reflètent surtout l'hétérogénéité des performances au sein des entreprises cotées, entre celles appartenant au CMS 190, et celles n'en faisant pas partie. L'indice CMS 190 compte une forte proportion d'entreprises cotées sur les compartiments B et C d'Euronext, par rapport à la population des entreprises cotées hors CMS 190.

- Les entreprises appartenant au CMS 190 sont plus performantes que les entreprises non cotées. L'écart

Tableau 4 Ventilation de la population des PME-ETI selon les caractéristiques descriptives

(en nombre d'entreprises, taux en %)

	Cotées		Non cotées		Ensemble	
		%		%		%
Secteur d'activité						
Industrie et construction	154	43	917	40	1 071	41
Commerce	49	14	775	34	824	31
Service	157	44	579	25	736	28
Taille						
PME	79	22	894	39	973	37
ETI	240	67	1 329	59	1 569	60
Grandes entreprises	41	11	48	2	89	3
Âge						
≤ 10 ans	19	5	409	18	428	16
> 10 ans	341	95	1 862	82	2 203	84
Innovation OSEO						
Innovante	107	30	80	4	187	7
Non innovante	253	70	2 191	96	2 444	93
Total	360	100	2 271	100	2 631	100

Source : Banque de France – base FIBEN des comptes consolidés (janvier 2011) – échantillon cylindré sur les quatre exercices

¹⁰ L'analyse « toutes choses égales par ailleurs » a aussi été menée sur les marges nettes, aboutissant à des résultats similaires.

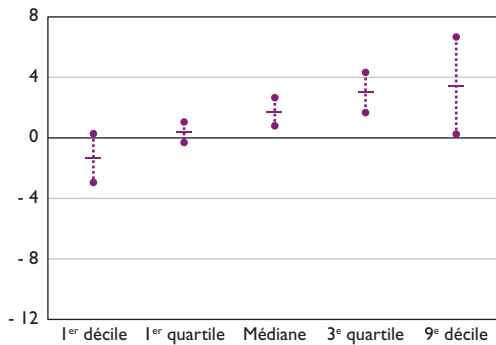
¹¹ Ces disparités avaient été déjà soulignées dans l'étude publiée en 2010, cf. CHAI, CAYSSIALS, KREMP.

Graphiques 9 Écart entre les quantiles des marges des PME-ETI cotées et non cotées

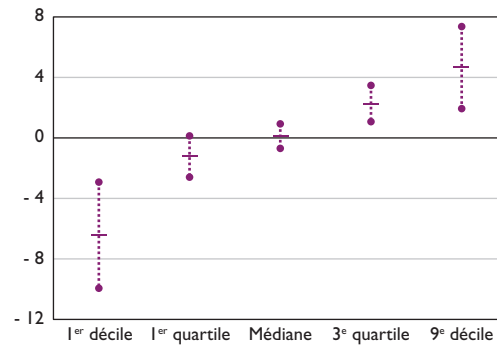
Analyse « toutes choses égales par ailleurs »

(en %)

a) Bilans de 2006



b) Bilans de 2009



Source : Banque de France – base FIBEN des comptes consolidés (janvier 2011) – échantillon cylindré sur les quatre exercices

entre la marge médiane des entreprises du CMS 190 et celle des entreprises non cotées est de 2 points. Cet écart atteint 4,9 points lorsque l'on considère le troisième quartile de la distribution des performances, et 6,7 points pour le dernier décile. Pour les moins performantes (premier décile et premier quartile), il n'est pas significativement différent de zéro, ce qui montre la résilience des entreprises du CMS 190, considérées comme les plus reconnues parmi les entreprises moyennes cotées¹² (cf. graphique A6 annexe 4).

- En revanche, l'écart entre les performances des entreprises cotées hors CMS et celles des entreprises non cotées n'est pas significatif lorsque l'on considère les performances intermédiaires et supérieures (médiane et au-delà), et est significativement négatif lorsque l'on considère les quantiles associés aux moins bonnes performances : les marges du quart des entreprises cotées hors CMS les moins performantes sont plus faibles que celles du quart des non cotées les moins performantes.

Les PME-ETI cotées présentent globalement de meilleures performances que leurs homologues non cotées. C'était déjà le cas avant la crise survenue en 2008 et 2009. Elles apparaissent plus dynamiques en termes de croissance et d'investissement et s'adaptent rapidement à leur environnement. Elles disposent de financements diversifiés et de capitaux propres relativement importants, ce qui réduit quelque peu les contraintes de financement.

Mais la disparité des situations est également plus forte que pour les non cotées, notamment en 2009. L'écart est significatif entre celles qui évoluent au sein de l'indice CMS 190, qui sont aussi les plus « liquides » sur le marché, les plus grandes et les plus résistantes, et celles qui n'appartiennent pas à cet indice et dont les performances sont très hétérogènes.

Ainsi, avant la crise, « toutes choses égales par ailleurs », les entreprises cotées disposant d'un bilan consolidé sont globalement associées à de meilleures marges que les entreprises non cotées. Ce résultat, valable à secteur d'activité, taille et âge constants, est d'autant plus fort que l'on considère les niveaux de performance les plus élevés. Les marges sont tirées à la hausse par les entreprises appartenant au CMS 190, dont bon nombre sont cotées, ou ont été cotées, sur les compartiments B ou C d'Euronext.

La crise financière et sa transmission à la sphère réelle ont eu un fort impact sur les entreprises cotées, relativement aux non cotées : en 2009, les performances des entreprises moyennes cotées non référencées sur le CMS 190 ont fortement baissé, augmentant les difficultés des plus fragiles d'entre elles. Les entreprises listées sur le CMS 190 se sont quant à elles montrées particulièrement résilientes face à la crise. Pour les niveaux de performances élevés, les entreprises cotées restent associées à des marges opérationnelles plus élevées que celles des entreprises non cotées. La reprise qui se dessine devrait se traduire par une nouvelle amélioration de la situation.

¹² Ce résultat est valable lorsque l'on exclut de l'échantillon des entreprises appartenant au CMS 190 les sociétés ayant été cotées sur le compartiment A d'Euronext par le passé.

Annexe I

La base des comptes consolidés de la Banque de France

Depuis 1992, la Banque de France collecte les comptes consolidés établis par un peu plus de 4 000 entreprises en s'appuyant sur son réseau de succursales. Cette base comprend les plus grandes entreprises industrielles et commerciales. L'étude est menée en éliminant les sous-groupes, consolidés par ailleurs par l'entité tête de groupe. Les entreprises étudiées ont toutes une maison mère dont le siège social est situé sur le territoire français ; le périmètre de consolidation comprend éventuellement des filiales ou des sous-filiales ayant leur siège social à l'étranger. La consolidation, réalisée par les entreprises elles-mêmes, consiste en une agrégation de comptes individuels des unités légales entrant dans le périmètre de l'entreprise, après élimination des flux intragroupes et des titres de participation de la maison mère.

Les tailles

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

Les secteurs d'activité

Les secteurs sont établis à partir de la division NACE puis regroupés entre les activités suivantes :

- Industrie et construction
- Commerce
- Services

Le tableau des flux de trésorerie

- Il facilite en effet la comparaison des états financiers ;
- Il informe sur la capacité d'un groupe à générer de la trésorerie d'exploitation, et l'incidence des décisions d'investissement et de financement ;
- Il décompose la variation de trésorerie de l'exercice en trois grand types de flux, qui peuvent générer soit des besoins de trésorerie, soit des ressources de trésorerie.

	Besoins	Ressources	
Flux net de trésorerie généré par l'activité			Il indique la capacité à rembourser les emprunts et à procéder à de nouveaux investissements par autofinancement
Flux net de trésorerie des activités d'investissement			Il comprend l'acquisition et la cession d'actifs à long terme (immobilisations corporelles, incorporelles, financières)
Flux net de trésorerie des activités de financement			Il permet d'identifier les sources de financement (augmentation de capital, emprunts nouveaux...) et les décaissements afférents (remboursements d'emprunts, etc.)
Variation de trésorerie			

La variation de trésorerie se vérifie de la façon suivante :

$$\text{Variation de trésorerie} = \text{trésorerie à la clôture} - \text{trésorerie à l'ouverture}$$

Ratios financiers

Les ratios sont construits à partir des bilans et résultats consolidés. Les comptes peuvent être établis en normes françaises ou en normes IFRS, ce qui peut générer des écarts au niveau de la présentation des états consolidés. Mais les indicateurs utilisés ici ne sont influencés que de façon marginale par cette option de consolidation, d'autant que l'analyse repose en grande partie sur un comparatif dans le temps.

- *Résultat net consolidé sur chiffre d'affaires (taux de marge nette)*

Il prend en compte l'ensemble des opérations

- *Résultat d'exploitation (après retraitement de la Banque de France) sur chiffre d'affaires (taux de marge opérationnelle)*
 - Avant prise en compte du coût de l'endettement et des revenus financiers
 - Hors éléments non récurrents et exceptionnels (plus ou moins values de cessions d'actifs, variation de juste valeur des immeubles de placement, dépréciation sur écarts d'acquisition, ...)

- *Endettement financier sur total de bilan*

- *Fonds propres sur total de bilan*

- *Trésorerie à l'actif sur total de bilan*

Disponibilités et valeurs mobilières de placement

- *BFRE sur chiffre d'affaires (en jours de CA)*

- *Flux net de trésorerie généré par l'activité sur chiffre d'affaires*

- *Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement sur chiffre d'affaires*

- *Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement sur chiffre d'affaires*

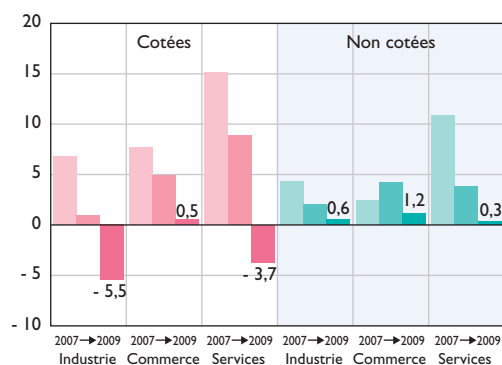
Annexe 2

Effectifs, taux de marge nette, besoins en fonds de roulement, trésorerie et encours de crédit

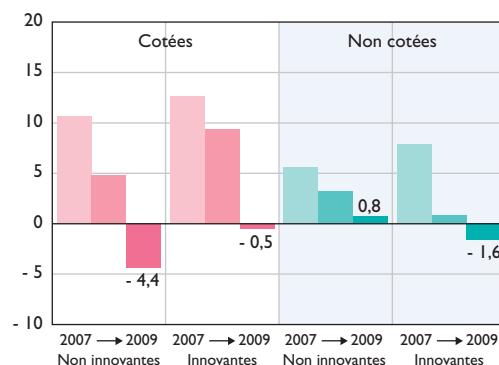
Graphiques A1 Variation des effectifs de 2007 à 2009

(en %)

a) Par secteur



b) Innovantes et non innovantes

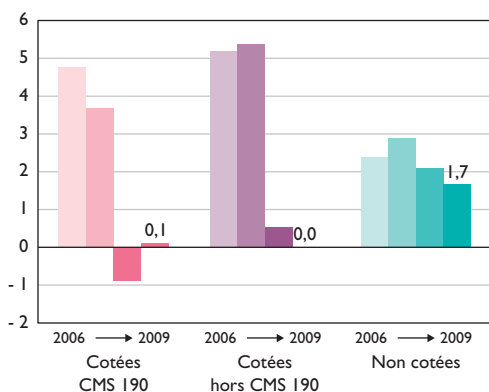


Source : Banque de France – base FIBEN des comptes consolidés (janvier 2011) – échantillon cylindré sur les quatre exercices

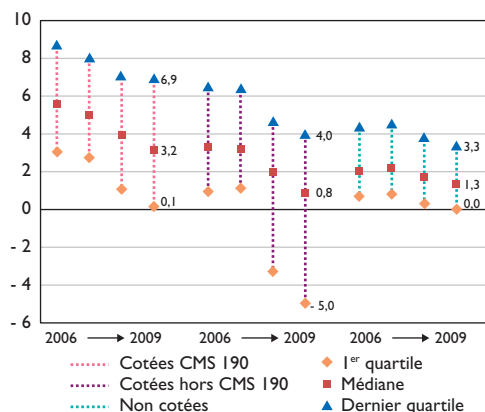
Graphiques A2 Taux de marge nette – Résultat net consolidé/chiffre d'affaires

(en %)

a) Ratio moyen



b) Distribution en quartiles de 2006 à 2009

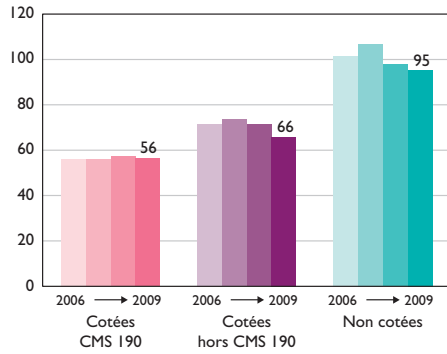


Source : Banque de France – base FIBEN des comptes consolidés (janvier 2011) – échantillon cylindré sur les quatre exercices

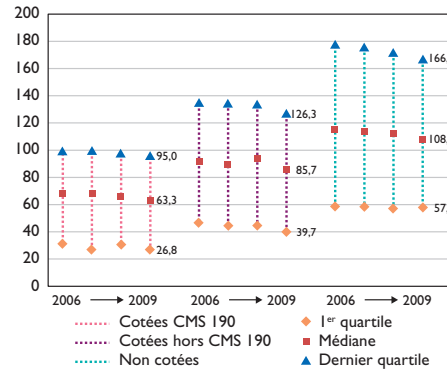
Graphiques A3 BFRE/chiffre d'affaires

(en jours de CA)

a) Ratio moyen



b) Distribution en quartiles de 2006 à 2009

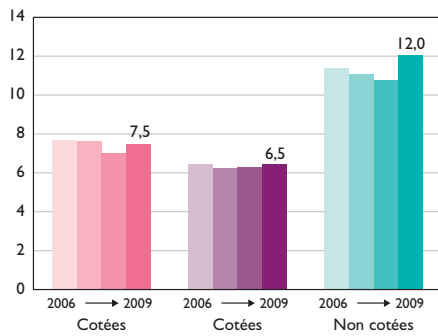


Source : Banque de France – base Fiben des comptes consolidés (Janvier 2011) – échantillon cylindré sur les 4 exercices

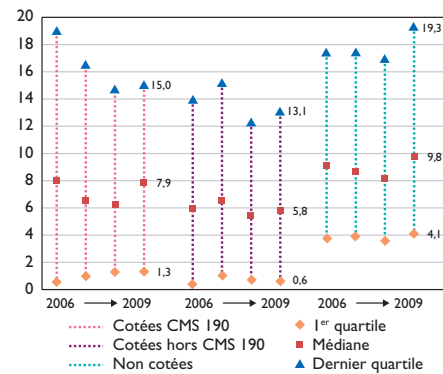
Graphiques A4 Trésorerie/total de bilan

(en %)

a) Ratio moyen



b) Distribution en quartiles de 2006 à 2009

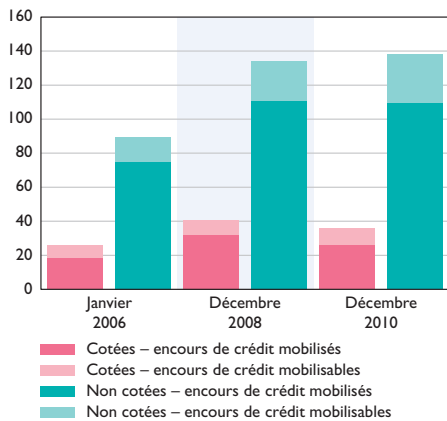


Source : Banque de France – base Fiben des comptes consolidés (Janvier 2011) – échantillon cylindré sur les 4 exercices

Graphiques A5 Les encours de crédit (mobilisés et mobilisables) déclarés à la Centrale des Risques

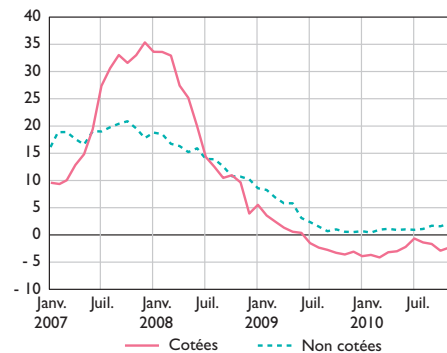
(en milliards d'euros)

Montants



(glissement annuel en %)

Variation



Source : Banque de France – Centrale des Risques (janvier 2011)

Annexe 3

La significativité des résultats au regard de la taille des échantillons

L'écart important entre le nombre d'entreprises cotées et le nombre d'entreprises de référence soulève la question de la significativité statistique des différences constatées entre les deux populations, en particulier en termes de performances (cf. tableau A). En effet, un nombre plus faible d'observations est mécaniquement associé à une hétérogénéité plus élevée des résultats, *a priori* susceptible de biaiser les conclusions de l'étude.

Seul l'écart-type des marges nettes associé aux entreprises cotées du CMS 190 n'est pas significativement différent de celui associé aux non cotées¹. Par contre, l'écart-type des entreprises cotées hors CMS 190 est toujours significativement supérieur à celui des non cotées, ce qui valide le constat selon lequel les performances des entreprises cotées sont plus hétérogènes que celles des non cotées (cf. tableau B). Mais, la moindre homogénéité des performances des entreprises cotées relativement aux entreprises non cotées ne constitue pas en soi un élément négatif, notamment si les performances des entreprises cotées sont très largement supérieures à celles des non cotées. Il faut considérer dans quelle mesure cette hétérogénéité est liée aux niveaux de performance relatifs des entreprises cotées et non cotées, à caractéristiques descriptives équivalentes.

Tableau A Taille de l'échantillon sur la période 2006-2009

(part en %)

Échantillon cylindré	Nombre	Part
Entreprises cotées	360	13,7
Dont CMS 190	119	4,5
Dont hors CMS 190	241	9,2
Entreprises non cotées	2 271	86,3
Total	2 631	100,0

Source : Banque de France – base FIBEN des comptes consolidés (janvier 2011) – échantillon cylindré sur les quatre exercices

Tableau B Comparaison de l'hétérogénéité des performances entre les PME-ETI cotées et non cotées

	Variable	Valeur de l'écart-type			Résultats des tests	
		Cotées CMS 190 (1)	Cotées hors CMS 190 (2)	Non cotées (3)	(1) > (3)	(2) > (3)
2006	Résultat net/chiffre d'affaires	11,8	14,7	7,5	Non	Oui
	Résultat d'exploitation/chiffre d'affaires	11,9	16,3	6,9	Oui	Oui
2009	Résultat net/chiffre d'affaires	10,3	14,7	7,4	Non	Oui
	Résultat d'exploitation/chiffre d'affaires	12,9	20,1	7,5	Oui	Oui

Source : Banque de France – base FIBEN des comptes consolidés (janvier 2011)

¹ La technique utilisée, appelée « test par Bootstrap », calcule l'écart entre l'écart-type des performances des entreprises cotées et des entreprises non cotées, puis le compare à une valeur de référence, calculée via des techniques de ré-échantillonnage. Lorsque cet écart est inférieur à la valeur de référence, l'écart de volatilité constaté peut être attribuable au hasard. Lorsque cet écart est supérieur à sa valeur de référence simulée, l'hétérogénéité des performances des entreprises cotées est statistiquement supérieure à celle des entreprises non cotées.

Annexe 4

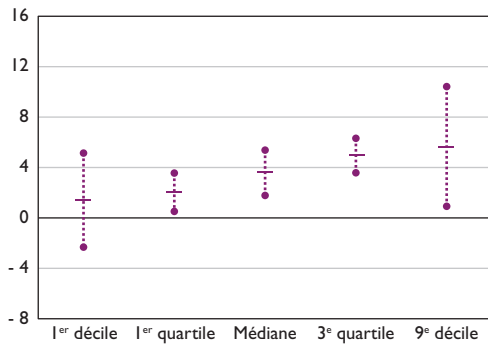
Liens entre marges opérationnelles et caractéristiques descriptives

Graphiques A6 Écart entre les quantiles des marges associées aux PME-ETI cotées appartenant au CMS 190, et les non cotées

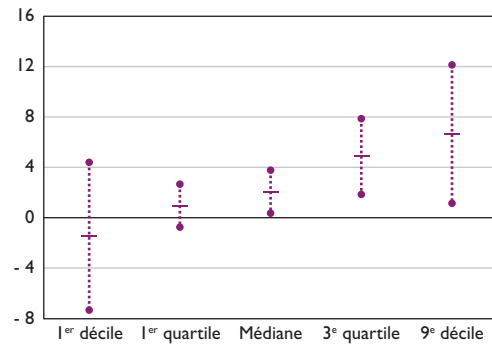
Analyse « toutes choses égales par ailleurs »

(en %)

a) Bilans de 2006



b) Bilans de 2009



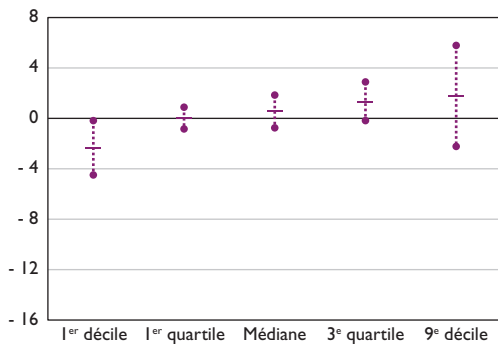
Source : Banque de France – base FIBEN des comptes consolidés (janvier 2011) – échantillon cylindré sur les quatre exercices

Graphiques A7 Écart entre les quantiles des marges associées aux PME-ETI cotées hors CMS 190, et les non cotées

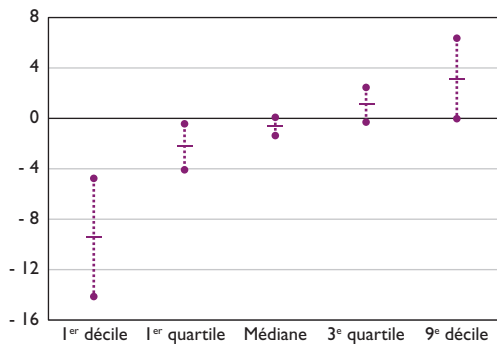
Analyse « toutes choses égales par ailleurs »

(en %)

a) Bilans de 2006



b) Bilans de 2009



Source : Banque de France – base FIBEN des comptes consolidés (janvier 2011) – échantillon cylindré sur les quatre exercices

Tableau 1 Estimations par régressions quantiles – PME-ETI cotées versus non cotées

	Quantile	Constante	Cotée	Secteur		Taille		Âge ≤ 10 ans	Innovante OSEO
				Services	Commerce	ETI	Grandes entreprises		
2006	1 ^{er} décile	- 0,81 [- 1,56 ; - 0,06]	- 1,33 [- 2,95 ; 0,28]	0,50 [- 0,23 ; 1,22]	0,50 [- 0,08 ; 1,07]	0,89 [0,42 ; 1,35]	1,96 [0,63 ; 3,30]	0,53 [- 0,18 ; 1,24]	- 2,29 [- 6,48 ; 1,90]
	1 ^{er} quartile	1,94 [1,54 ; 2,33]	0,38 [- 0,30 ; 1,06]	0,76 [0,27 ; 1,25]	- 0,81 [- 1,12 ; - 0,51]	0,19 [- 0,12 ; 0,51]	0,94 [- 0,15 ; 2,02]	0,48 [0,09 ; 0,86]	- 0,36 [- 1,34 ; 0,61]
	Médiane	4,77 [4,21 ; 5,34]	1,74 [0,80 ; 2,67]	1,17 [0,42 ; 1,91]	- 2,13 [- 2,61 ; - 1,65]	- 0,04 [- 0,52 ; 0,45]	- 0,07 [- 1,34 ; 1,20]	0,95 [0,32 ; 1,58]	- 0,05 [- 1,28 ; 1,18]
	3 ^{ème} quartile	8,08 [7,27 ; 8,90]	3,01 [1,68 ; 4,34]	3,18 [2,11 ; 4,24]	- 3,26 [- 3,97 ; - 2,55]	- 0,27 [- 0,99 ; 0,46]	- 0,68 [- 3,14 ; 1,77]	1,95 [0,71 ; 3,20]	- 0,30 [- 1,81 ; 1,20]
	9 ^{ème} décile	13,30 [11,69 ; 14,92]	3,47 [0,25 ; 6,68]	4,78 [2,20 ; 7,35]	- 5,23 [- 6,43 ; - 4,03]	- 0,44 [- 1,78 ; 0,89]	- 0,79 [- 4,68 ; 3,09]	0,98 [- 0,88 ; 2,83]	- 2,27 [- 5,72 ; 1,18]
	2009	1 ^{er} décile	- 4,05 [- 5,24 ; - 2,86]	- 6,43 [- 9,94 ; - 2,92]	1,14 [- 0,17 ; 2,44]	2,55 [1,62 ; 3,48]	1,47 [0,70 ; 2,24]	3,68 [1,82 ; 5,53]	1,11 [- 0,04 ; 2,26]
1 ^{er} quartile		0,12 [- 0,45 ; 0,69]	- 1,23 [- 2,60 ; 0,13]	0,82 [0,09 ; 1,54]	0,28 [- 0,16 ; 0,72]	0,67 [0,23 ; 1,12]	2,44 [1,34 ; 3,53]	0,64 [0,03 ; 1,24]	- 1,08 [- 2,96 ; 0,80]
Médiane		3,32 [2,90 ; 3,73]	0,12 [- 0,69 ; 0,93]	0,85 [0,19 ; 1,52]	- 1,46 [- 1,80 ; - 1,12]	0,44 [0,06 ; 0,81]	0,72 [- 0,41 ; 1,85]	1,31 [0,85 ; 1,78]	- 0,72 [- 1,72 ; 0,29]
3 ^{ème} quartile		6,70 [5,92 ; 7,48]	2,27 [1,07 ; 3,47]	1,69 [0,63 ; 2,75]	- 2,96 [- 3,68 ; - 2,24]	0,14 [- 0,51 ; 0,78]	- 0,18 [- 2,00 ; 1,63]	1,59 [0,73 ; 2,45]	- 1,29 [- 2,47 ; - 0,12]
9 ^{ème} décile		11,57 [10,29 ; 12,86]	4,65 [1,94 ; 7,37]	5,02 [2,90 ; 7,15]	- 4,68 [- 5,69 ; - 3,68]	- 0,75 [- 1,84 ; 0,35]	- 1,84 [- 4,68 ; 1,00]	1,47 [0,19 ; 2,75]	- 3,06 [- 4,99 ; - 1,13]

Tableau 2 Estimations par régressions quantiles – PME-ETI cotées versus non cotées, distinction CMS 190 hors CMS 190

	Quantile	Constante	Cotée		Secteur		Taille		Âge ≤ 10 ans	Innovante OSEO
			CMS	Hors CMS	Services	Commerce	ETI	Grandes entreprises		
2006	1 ^{er} décile	- 0,77 [- 1,44 ; - 0,10]	1,42 [- 2,31 ; 5,15]	- 2,34 [- 4,50 ; - 0,19]	0,33 [- 0,37 ; 1,03]	0,39 [- 0,13 ; 0,92]	1,01 [0,56 ; 1,47]	1,36 [- 0,36 ; 3,08]	0,57 [- 0,06 ; 1,20]	- 2,46 [- 6,17 ; 1,26]
	1 ^{er} quartile	1,88 [1,56 ; 2,20]	2,04 [0,52 ; 3,56]	0,01 [- 0,85 ; 0,88]	0,82 [0,31 ; 1,32]	- 0,73 [- 1,02 ; - 0,44]	0,21 [- 0,04 ; 0,46]	0,50 [- 0,53 ; 1,53]	0,46 [0,06 ; 0,86]	- 0,16 [- 1,23 ; 0,91]
	Médiane	4,80 [4,31 ; 5,29]	3,59 [1,79 ; 5,38]	0,54 [- 0,76 ; 1,84]	1,18 [0,51 ; 1,84]	- 2,15 [- 2,57 ; - 1,73]	- 0,08 [- 0,51 ; 0,36]	- 0,12 [- 1,32 ; 1,07]	0,97 [0,32 ; 1,63]	0,38 [- 0,96 ; 1,72]
	3 ^{ème} quartile	8,11 [7,39 ; 8,84]	4,95 [3,59 ; 6,32]	1,35 [- 0,19 ; 2,88]	3,30 [2,34 ; 4,25]	- 3,23 [- 3,84 ; - 2,62]	- 0,37 [- 1,08 ; 0,33]	- 1,46 [- 3,48 ; 0,57]	1,89 [0,68 ; 3,09]	- 0,20 [- 1,66 ; 1,25]
	9 ^{ème} décile	13,30 [11,71 ; 14,90]	5,68 [0,93 ; 10,42]	1,77 [- 2,23 ; 5,78]	5,30 [2,54 ; 8,05]	- 5,02 [- 6,31 ; - 3,73]	- 0,66 [- 1,94 ; 0,62]	- 0,79 [- 4,28 ; 2,69]	0,86 [- 0,77 ; 2,48]	- 1,34 [- 4,60 ; 1,92]
	2009	1 ^{er} décile	- 3,99 [- 5,31 ; - 2,67]	- 1,46 [- 7,32 ; 4,41]	- 9,44 [- 14,13 ; - 4,75]	1,11 [- 0,24 ; 2,46]	2,52 [1,51 ; 3,53]	1,44 [0,64 ; 2,23]	3,65 [1,86 ; 5,43]	1,11 [0,11 ; 2,11]
1 ^{er} quartile		0,12 [- 0,44 ; 0,67]	0,97 [- 0,74 ; 2,67]	- 2,25 [- 4,07 ; - 0,42]	0,69 [- 0,08 ; 1,45]	0,29 [- 0,17 ; 0,75]	0,72 [0,30 ; 1,15]	1,58 [0,43 ; 2,73]	0,63 [0,02 ; 1,25]	- 0,69 [- 2,68 ; 1,29]
Médiane		3,32 [2,88 ; 3,76]	2,08 [0,37 ; 3,78]	- 0,63 [- 1,36 ; 0,09]	0,74 [0,06 ; 1,43]	- 1,42 [- 1,78 ; - 1,05]	0,42 [0,09 ; 0,76]	0,27 [- 0,79 ; 1,33]	1,31 [0,81 ; 1,82]	- 0,60 [- 1,57 ; 0,37]
3 ^{ème} quartile		6,91 [6,17 ; 7,66]	4,87 [1,86 ; 7,88]	1,09 [- 0,29 ; 2,46]	1,31 [0,16 ; 2,47]	- 3,15 [- 3,85 ; - 2,46]	0,08 [- 0,58 ; 0,75]	- 0,33 [- 2,31 ; 1,64]	1,53 [0,64 ; 2,42]	- 1,17 [- 2,37 ; 0,03]
9 ^{ème} décile		11,59 [10,26 ; 12,91]	6,65 [1,15 ; 12,14]	3,17 [- 0,02 ; 6,37]	5,01 [2,35 ; 7,66]	- 4,59 [- 5,54 ; - 3,64]	- 0,76 [- 1,88 ; 0,35]	- 1,90 [- 4,85 ; 1,04]	1,45 [0,11 ; 2,80]	- 3,26 [- 5,07 ; - 1,46]

Notes : Ces tableaux présentent les résultats relatifs à l'analyse par régressions quantiles (coefficients estimés, et intervalles de confiance à 95 % entre parenthèses). L'ensemble des entreprises de référence, relativement auquel les coefficients estimés doivent être interprétés, est constitué des PME non cotées, âgées de plus de dix ans, appartenant au secteur de l'industrie et non labellisées « innovantes » par OSEO.

Bibliographie

Cayssials (J.-L.), Chai (F.) et Kremp (E.) (2010)

« Entreprises cotées (PME et ETI) sur les marchés à faible capitalisation créées en 2006 », Banque de France, <http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/telecharger/economie/entreprises/entreprises-cotees-sur-les-marches-a-faible-capitalisation.pdf>

Koenker (R.) et Hallock (K.) (2001)

“Quantile regression”, *The Journal of Economic Perspectives*, 15, p. 143-156

Observatoire des entreprises (2010)

« La situation des entreprises en 2009 : baisse de l'activité et attentisme en période de crise », *Bulletin de la Banque de France*, n° 182, 4^e trimestre 2010

Observatoire du financement des entreprises (2011)

Rapport sur le financement des PME-PMI et ETI en France, présenté par G. Rameix, avril

Observatoire du financement des PME-ETI par le marché (2011)

Rapport, présenté par T. Giami, juin, www.pme-bourse.fr

Quiry (P.) et Le Fur (Y.) (2011)

« Les effets indirects des introductions en bourse », la lettre de Verminnen.net, janvier

Simar (L.) (2004)

“An invitation to the bootstrap: panacea for statistical inference?”, *Document de travail*, Institut de Statistique, Université catholique de Louvain

La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2010

Julien LE ROUX

Direction de la Balance des paiements

Service des Titres

Au 31 décembre 2010, la capitalisation boursière des 37 entreprises françaises du CAC 40 était détenue à hauteur de 42,4 % par les non-résidents, ce qui représente une détention nette de 395,5 milliards d'euros sur une capitalisation boursière totale de ces sociétés de 933,2 milliards d'euros.

Cette part, qui a eu tendance à progresser sur la période allant de 1999 à 2006, a fléchi en 2007 et fluctue depuis lors aux alentours de 43 %. Entre 2009 et 2010, le taux de détention a baissé de 2,2 points de pourcentage, dont – 1,4 point lié aux flux nets vendeurs des non-résidents, – 0,4 point dû à un effet prix et – 0,4 point à un effet de changement dans la composition du CAC 40.

Mots-clés : Marchés boursiers, investissements de portefeuille, taux de détention, non-résidents, CAC 40

Codes JEL : F21, F23, F36, G15, G34

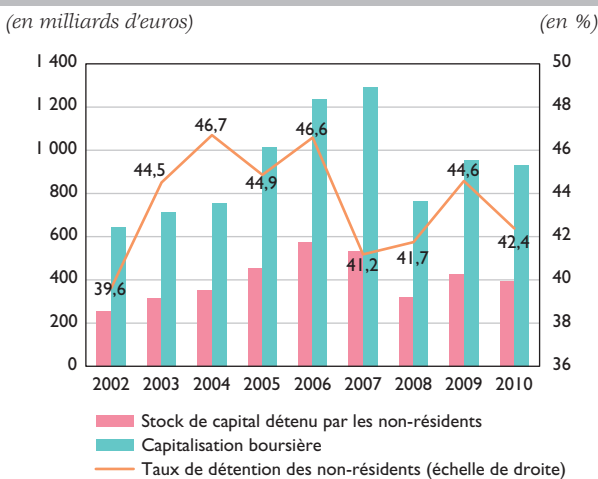
I | Repli sensible en 2010 de la détention par les non-résidents des actions du CAC 40

À la fin de l'année 2010, les non-résidents détenaient 395,5 milliards d'euros d'actions des 37 sociétés françaises composant l'indice du CAC 40, sur une capitalisation boursière totale de ces sociétés de 933,2 milliards d'euros (voir la liste des titres retenus en annexe).

Après deux années consécutives de hausse en 2008 et 2009, le taux de détention par les non-résidents des actions françaises du CAC 40 fléchit en 2010 pour atteindre 42,4 % contre 44,6 % en 2009¹. En dépit de cette baisse, le taux de détention ne revient pas aux points bas observés en 2007 (41,2 %) et 2008 (41,7 %).

La majorité de la détention non résidente en actions du CAC 40 se compose d'investissements de portefeuille au sens de la balance des paiements, c'est-à-dire de détentions représentant moins de 10 % du total des actions de la société considérée. La part des investissements directs – correspondant aux prises de participation supérieures à ce seuil – dans le total de la détention non résidente reste stable et limitée entre 2009 et 2010, avoisinant 8,5 % des avoirs non résidents en actions du CAC 40, soit 32,9 milliards d'euros.

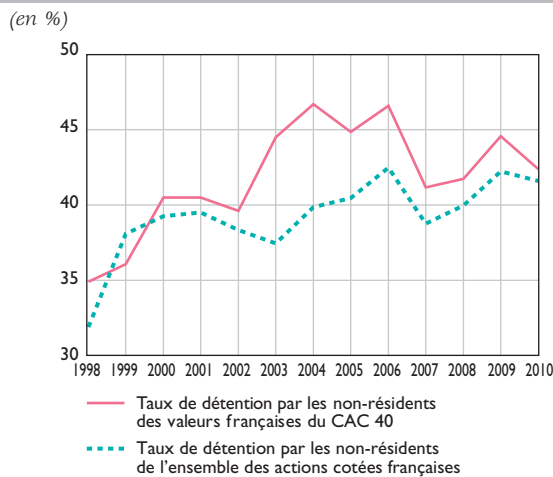
Graphique 1 Taux de détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises du CAC 40



Sources : Banque de France, DBDP – Euronext

¹ Chiffre révisé, cf. annexe 3

Graphique 2 Évolution du taux de détention par les non-résidents des actions françaises cotées et des actions du CAC 40



Source : Banque de France, DBDP

Depuis 1998, le taux de détention des actions du CAC 40 par les non-résidents suit globalement une évolution similaire à celle du taux de détention par les non-résidents des actions cotées françaises dans leur ensemble. Toutefois, ce dernier taux, qui s'établit à 41,6 % à la fin 2010, est depuis l'an 2000 constamment inférieur à celui du CAC 40 (cf. graphique 2).

La part des non-résidents dans la détention du capital des sociétés résidentes du CAC 40 est évidemment variable selon les entreprises (cf. tableau 1). Quinze d'entre elles présentent un taux de détention compris entre 50 et 75 % (taux moyen de 58 %), dix-neuf d'entre elles se situent entre 25 et 50 % de leur capital avec un taux de détention moyen de 38,9 %, et seules trois d'entre elles ont un taux de détention par les non-résidents inférieur à 25 %.

Tableau 1 Répartition des sociétés du CAC 40 en fonction de la part de capital détenue par les non-résidents

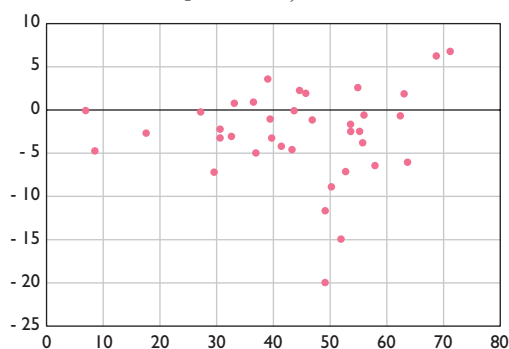
(taux en %)

Part du capital détenue par des non-résidents	Nombre de sociétés investies			Taux moyen de détention par les non-résidents		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
de 0 à 25 %	3	2	3	16,6	13,6	11,0
de 25 à 50 %	18	17	19	38,6	39,2	38,9
de 50 à 75 %	15	17	15	58,9	60,2	58,0
Total	36	36	37	-	-	-

Source : Banque de France, DBDP

Graphique 3 Évolution entre 2009 et 2010 du taux de détention par les non-résidents selon le niveau du taux de détention à fin 2010

(taux en %, évolution en points de %)



Source : Banque de France, DBDP

L'évolution de cette distribution est essentiellement liée aux changements affectant annuellement la composition du CAC 40. Parmi les sociétés appartenant déjà au CAC 40 en 2009, une seule voit sa détention varier au point de changer de tranche de détention, passant de la tranche 50-75 % à la tranche 25-50 %.

Entre 2009 et 2010, le taux de détention de vingt-trois sociétés françaises du CAC 40 a diminué (au lieu de huit en 2009), tandis qu'il augmentait de un à sept points pour neuf d'entre elles (au lieu de vingt-deux en 2009) et restait quasiment stable pour cinq d'entre elles (proportion identique à celle relevée en 2009, cf. graphique 3).

2| Facteurs d'évolution

2|1 Les flux enregistrés en 2010 en balance des paiements restent le principal facteur de baisse du taux de détention

En 2010, les non-résidents ont vendu, en solde net, pour 9,3 milliards d'euros d'actions du CAC 40. Dans le même temps, les résidents acquéraient, toujours en solde net, 15,8 milliards d'euros d'actions du CAC 40. Contrairement à l'année précédente où les augmentations de capital des sociétés du CAC 40 avaient été souscrites essentiellement par les non-résidents, en 2010, les émissions d'actions des sociétés du CAC 40 ont été acquises par les résidents.

En 2010, les flux nets des non-résidents ont induit une baisse de 1,4 point de leur taux de détention du CAC 40.

2|2 Les variations du cours de la bourse ont légèrement affecté l'évolution du taux de détention des non-résidents

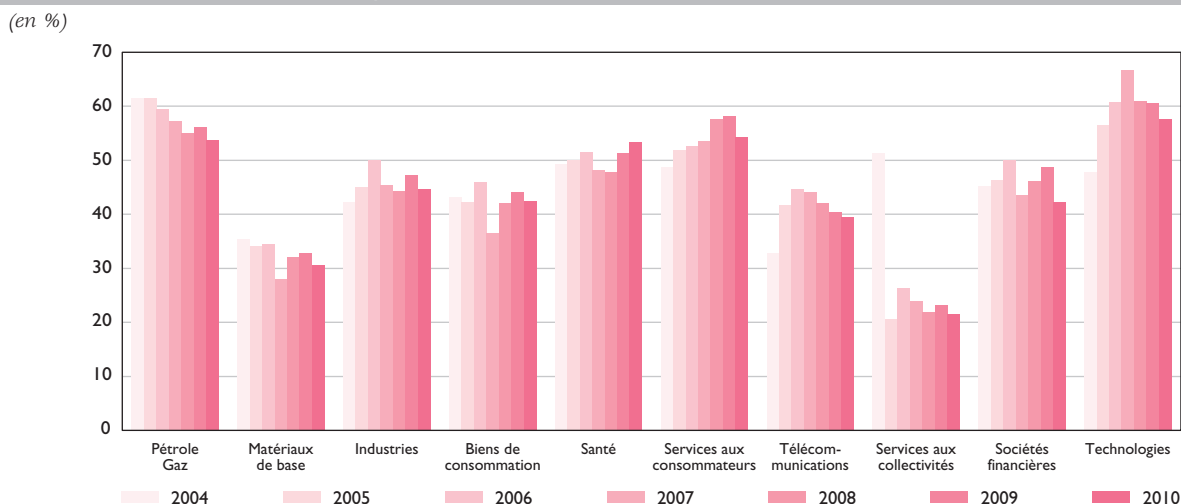
La dégradation des cours des titres sur lesquels la détention des non-résidents est plus élevée a été plus forte que celle de l'indice d'ensemble. Cet effet a contribué à la baisse de 0,4 point du taux de détention moyen du CAC 40 par les non-résidents. Autrement dit, hors variation de prix, le taux de détention aurait été de 42,8 % au lieu des 42,4 % en valeur de marché. En 2009, cet effet prix avait été nul et n'avait pas influé sur l'évolution de la part des actions du CAC 40 détenues par les non-résidents.

3| Répartition des investissements des non-résidents selon le secteur d'activité de la société investie

En 2010, les entreprises les plus investies par les non-résidents restent celles des technologies (avec un taux de détention de 57,7 %), des services aux consommateurs (54,3 %), du pétrole et du gaz (53,8 %) et de la santé (53,4 %). *A contrario*, le secteur des services aux collectivités est, avec un taux de détention par les non-résidents de 21,4 %, peu investi par les non-résidents, en raison notamment du poids important de l'État français dans le capital social des sociétés de ce secteur.

À l'exception des entreprises du secteur de la santé sur lequel les non-résidents ont accru leur exposition (+ 1,9 point à 53,4 % en 2010), la baisse du taux de détention par les non-résidents a concerné tous les secteurs. Toutefois les baisses les plus marquées, pour le secteur des sociétés financières (- 6,5 points) et pour celui des services aux consommateurs (- 3,8 points), sont imputables aux changements de composition du CAC 40.

Graphique 4 Taux de détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises du CAC 40 par secteur d'activité
Selon la classification ICB utilisée par Euronext



Note : ICB = Industry Classification Benchmark
Source : Banque de France, DBDP

Les sociétés entrant dans le CAC 40 en 2010 ont en effet un taux de détention par les non-résidents inférieur à celui des sociétés auxquelles elles se substituent dans l'indice (voir en annexe 1 l'évolution de la composition du CAC 40).

4 | Origine géographique des détenteurs du CAC 40

L'enquête annuelle du Fonds monétaire international (FMI), *Coordinated Portfolio Investment Survey* (CPIS)², détaille la ventilation par pays de la détention de l'ensemble formé par les actions et les OPCVM français. Combinées aux taux de détention du CAC 40, les données du CPIS permettent d'évaluer la part des actions du CAC 40 détenues par pays ou zone géographique. On suppose pour cela que la répartition géographique de détention du CAC 40 est identique à celle observée sur les actions et titres d'OPCVM français détenus par les non-résidents.

En 2010, sur les 42,4 % d'actions françaises du CAC 40 détenues par les non-résidents, 17,6 % le sont par des pays de la zone euro. Viennent ensuite les États-Unis qui détiennent 14,4 % de ces titres. On notera que

cette part a décru depuis 2008, alors même qu'elle augmentait pour les autres pays. Ainsi en 2010, 33,9 % des engagements français en actions cotées l'étaient auprès des États-Unis, contre 37,4 % en 2008.

Les autres pays détenteurs des actions françaises du CAC 40 sont le Royaume-Uni, le Japon, la Suisse et le Canada. Leur part reste faible et stable, à moins de 3 % de la capitalisation boursière totale du CAC 40.

Tableau 2 Origine géographique des détenteurs d'actions françaises du CAC 40

(en %)

	Taux de détention			
	à fin 2007	à fin 2008	à fin 2009	à fin 2010*
Encours détenu par les non-résidents	41,2	41,7	44,6	42,4
dont : Zone euro	16,5	16,6	18,5	17,6
États-Unis	15,0	15,6	15,1	14,4
Royaume-Uni	3,1	2,8	3,0	2,8
Japon	1,2	1,3	1,5	1,5
Suisse	1,1	1,1	1,3	1,3
Canada	1,1	1,2	1,3	1,3

* Projection en fonction des poids relatifs des non-résidents à fin 2009, en raison des délais de collecte qui ne permettent de disposer, au 1^{er} janvier 2011, que des données à fin 2009.

Sources : Banque de France, DBDP – FMI

2 L'enquête CPIS menée par le FMI fournit la position en investissements de portefeuille de 75 pays, par type de titre (actions et OPCVM, titres de dette de court terme et de long terme) et par pays de contrepartie. Plusieurs pays d'Asie – dont la Chine – ou du Moyen-Orient – dont l'Arabie Saoudite – ne contribuent pas au CPIS. Une enquête spécifique est également menée, depuis 2010, sur les avoirs de réserves et les titres détenus par les organisations internationales. Les données et explications relatives au CPIS sont disponibles sur le site du FMI : <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>.

Annexe I

Sources et méthodes

Liste des 37 sociétés françaises constituant le CAC 40 au 31 décembre 2010

Accor	Carrefour	Lafarge	Renault	Unibail-Rodamco
Air Liquide	Crédit agricole	LVMH	Saint Gobain	Vallourec
Alcatel-Lucent	Danone	Michelin	Sanofi-Aventis	Veolia environnement
Alstom	EDF	Natixis	Schneider Electric	Vinci
AXA	Essilor international	Pernod Ricard	Société Générale	
BNP Paribas	France Télécom	Peugeot	Suez Environnement	
Bouygues	GDF Suez	PPR	Technip	
Cap Gemini	L'Oréal	Publicis	Total	

Note : Arcelor Mittal, EADS et ST Microelectronics dont le siège social est établi à l'étranger ne sont pas retenus.

Source : Euronext

Influence des changements de composition du CAC 40 sur le taux de détention

En 2010, suite à l'entrée de Natixis et de Publicis dans le CAC 40 en remplacement respectivement de Dexia et de Lagardère, le périmètre des sociétés résidentes françaises du CAC 40 est passé de 36 à 37 sociétés.

Le taux de 2010 calculé sur la base du périmètre de l'année précédente est – à 42,78 % – de 0,4 point supérieur à celui calculé sur la base du périmètre du CAC 40 de 2010. Inversement, le report du périmètre du CAC 40 de 2010 en 2009 laisse également apparaître un écart de taux en 2009 de – 0,23 point.

Impact de la variation du périmètre du CAC 40 sur le taux de détention du CAC 40 par les non-résidents

	Taux de détention du CAC 40 en 2009	Taux de détention du CAC 40 en 2010
Périmètre du CAC 40 de 2009	44,58	42,78
Périmètre du CAC 40 de 2010	44,35	42,38

Sources : Banque de France, DBDP

En 2009, cet effet de périmètre – lié aux modifications de composition survenues entre 2008 et 2009 – n'affectait qu'à la marge le taux de détention (0,08 point de pourcentage).

Si la courbe du taux de détention est présentée à périmètre variable, l'articulation flux-stock entre 2009 et 2010 (cf. annexe 2) est en revanche établie sur la base de la composition constante du CAC 40 établie au 31 décembre 2010 (cf. annexe 3).

Suivi des détentions

Depuis la fin 2007, la source principale utilisée pour le suivi des détentions est la collecte titre par titre réalisée chaque trimestre par la direction générale des Statistiques auprès des teneurs de compte conservateurs résidents (dispositif PROTIDE). Ceux-ci déclarent titre par titre les positions de leur clientèle tant résidente que non résidente relevant des investissements de portefeuille, en excluant les avoirs des autres teneurs de compte conservateurs résidents afin d'éviter les doubles comptes. En revanche, dans les positions de la clientèle non résidente, on peut trouver des positions globales d'intermédiaires eux-mêmes teneurs de comptes conservateurs sans que les informations collectées permettent d'identifier les détenteurs finaux.

La collecte PROTIDE couvre également les actions émises au nominatif pur et administrées par des intermédiaires. Elle est complétée par une enquête *ad hoc* pour le nominatif pur non administré.

La collecte PROTIDE ne couvre pas les avoirs de la clientèle gérés à l'étranger par les résidents comme les non-résidents par des établissements localisés hors de France. Le cas échéant, des transferts peuvent être constatés comme au début de 2007, où il a été observé des départs à l'étranger de la conservation de positions de non-résidents s'élevant à 69,6 milliards d'euros, soit 5 % de la capitalisation totale des sociétés françaises du CAC 40.

La représentativité des taux de détention doit donc s'apprécier en rapprochant du total des placements recensés les encours émis. Le rapport des encours collectés sur la capitalisation a progressé de 88 % à plus de 93 % entre la publication de l'an dernier et cette dernière version.

Annexe 2

Calculs relatifs aux contributions des effets résultant de la variation des prix et des flux d'investissements de portefeuille ¹

Articulation flux / stocks / valorisation				
<i>(en milliards d'euros)</i>				
	Stock 2009	Flux nets des non-résidents en 2010		Stock 2010
	S09 ⁽⁰⁹⁾	+ F _{NR} 10 ⁽⁰⁹⁾		= S10 ⁽⁰⁹⁾
Évolution du stock hors variation des prix en 2009	426,2	- 9,3		416,9
	V_S09 ⁽⁰⁹⁾	V_F _{NR} 10 ⁽⁰⁹⁾		= Somme 1 ^(v)
Variation des prix en 2010	- 17,5	- 3,8		- 21,4
	S09 ⁽¹⁰⁾	+ F _{NR} 10 ⁽¹⁰⁾		= S10 ⁽¹⁰⁾
Évolution du stock avec les variations de prix en 2010	408,7	- 13,2		395,5

	Capitalisation 2009	Flux nets des résidents en 2010	Flux nets des non-résidents en 2010	Capitalisation 2010
	C09 ⁽⁰⁹⁾	+ F _R 10 ⁽⁰⁹⁾	+ F _{NR} 10 ⁽⁰⁹⁾	= C10 ⁽⁰⁹⁾
Évolution de la capitalisation hors variation des prix en 2010	967,6	15,8	- 9,3	= 974,1
	V_C09 ⁽⁰⁹⁾	V_F _R 10 ⁽⁰⁹⁾	V_F _{NR} 10 ⁽⁰⁹⁾	= Somme 2 ^(v)
Variation des prix en 2010	- 48,2	11,1	- 3,8	= - 40,9
	C09 ⁽¹⁰⁾	+ F _R 10 ⁽¹⁰⁾	+ F _{NR} 10 ⁽¹⁰⁾	= C10 ⁽¹⁰⁾
Évolution de la capitalisation avec les variations de prix en 2010	919,5	26,9	- 13,2	= 933,2

R : résidents
NR : non-résidents
Source : Banque de France, DBDP

Mesure des effets de changement de prix et de flux sur le taux de détention par les non-résidents				
<i>(taux en %)</i>				
Prix	Flux des non-résidents	Formule de calcul du taux de détention	Taux	
Prix constants	Avec flux des non-résidents	S10 ⁽⁰⁹⁾ / C10 ⁽⁰⁹⁾	42,8	T1
Prix courants	Avec flux des non-résidents	S10 ⁽¹⁰⁾ / C10 ⁽¹⁰⁾	42,4	T2

Les effets de prix sur l'évolution du taux de détention sont mesurés par l'écart entre T2 et T1, soit - 0,4 point.

Les effets des flux des non-résidents sur l'évolution du taux de détention sont mesurés par l'écart entre la variation du taux de détention entre la fin 2009 et la fin 2010 à prix courant et les effets prix calculés plus haut, soit - 1,4 point.

¹ Calcul effectué avec une composition constante du CAC 40 : celle en date du 31 décembre 2010

Annexe 3

Révisions

Le premier graphique de l'article de cette année est construit sur la base d'un périmètre du taux de CAC 40 variable d'une année sur l'autre. Dans l'article publié en 2010, le taux de détention des années 2002 à 2007 était calculé sur la base d'un périmètre stable qui finissait par trop s'écarter de la composition variable du CAC 40.

Les principales révisions entre les chiffres publiés l'an dernier et ceux de cette année sont donc essentiellement dues à cet effet de composition.

Les révisions les plus importantes de l'espèce portent sur les années 2002 et 2004.

Pour 2008 et 2009, les révisions ne sont pas dues à un effet de composition, mais à des révisions sur les positions des non-résidents provenant des compléments de collecte sur les détentions en nominatif pur.

Liens entre les flux de capitaux et le développement financier : une revue de la littérature

Julio RAMOS-TALLADA

Service des Relations monétaires internationales

Direction générale des Études et des Relations internationales

Alors que l'intégration financière internationale progresse, les économies avancées tendent à être importatrices nettes de capitaux. Ce phénomène, qui s'est accéléré dans la première moitié des années deux mille, pourrait partiellement s'expliquer par le degré de développement financier relativement supérieur des pays avancés. Entendu comme la capacité du cadre institutionnel à réduire les frictions informationnelles et les coûts de transaction pesant sur la formation des contrats, le développement financier peut également contribuer à expliquer la composition du portefeuille d'actifs externes des différents pays. Cependant, la difficulté à mesurer le développement financier rend ces intuitions théoriques difficiles à vérifier empiriquement.

En sens inverse, l'ouverture du compte de capital tend à favoriser le développement financier. Contrairement aux prédictions des théories fondées sur l'économie politique, les études empiriques montrent que l'ouverture commerciale simultanée n'est pas une condition nécessaire de cet effet positif. De plus, l'ouverture du compte de capital n'encourage pas forcément le rattrapage en termes de développement financier des pays pauvres. Dans la mesure où la liberté des mouvements de capitaux se traduit par des flux des économies en développement vers les pays avancés, on peut considérer que ces derniers bénéficient d'une accumulation de richesse relativement plus importante, permettant de surmonter les frictions qui entravent les relations financières. Dès lors, l'ouverture du compte de capital pourrait théoriquement rendre permanents les écarts de développement financier entre pays.

Mots-clés : flux de capitaux, intégration financière internationale,
développement financier

Codes JEL : F21, F36, G29

Depuis 2009, on observe un afflux net de capitaux des économies avancées vers les pays émergents. Toutefois, sur une plus longue période, c'est le phénomène inverse qui a été constaté. Depuis le début des années quatre-vingt, les pays avancés, les États-Unis en tête, ont été les principaux importateurs nets de capitaux à l'échelle globale.

Outre que la direction des flux n'a pas été celle escomptée par la théorie économique standard, les processus d'ouverture du compte de capital et d'intégration financière internationale se sont accompagnés de déséquilibres du compte courant de plus en plus importants. Les différences de développement des systèmes financiers entre pays émergents et avancés ont souvent été évoquées comme une cause possible de ces phénomènes.

Cette note effectue une revue de la littérature sur les liens entre flux de capitaux et développement financier. Le fait que les pays avancés aient été des importateurs nets de capitaux s'explique-t-il par un degré de développement financier plus élevé ? En sens inverse, on peut également s'interroger sur l'impact des flux de capitaux sur le développement financier des pays importateurs. L'ouverture du compte de capital a-t-elle un impact bénéfique sur le développement financier ? Ou faut-il réduire les frictions sur les marchés financiers internes préalablement à l'ouverture du compte de capital, de façon à éviter une allocation sous-optimale des flux financiers ? Dans ce dernier cas, les contrôles de capitaux pourraient sembler transitoirement justifiés.

I | Les limites de la théorie néoclassique : le développement financier, déterminant des mouvements de capitaux

D'après la théorie néoclassique, les pays en développement tendent à être importateurs nets de capitaux sur le long terme.

Schématiquement, le niveau de production d'un pays, pour une période donnée, dépend positivement de la quantité de travail utilisée et du stock de capital.

À l'équilibre de long terme, le modèle de croissance néoclassique postule que le taux d'intérêt est égal à la productivité marginale du capital. *A priori*, les pays « pauvres » produisent avec une proportion de travail sur capital plus élevée. Selon la loi des rendements décroissants, en autarcie, la productivité marginale du capital (et donc son rendement) est alors plus élevée dans un pays en développement que dans une économie avancée.

Au fur et à mesure que les pays libéralisent les flux financiers, les capitaux devraient aller des économies avancées vers les pays en développement, jusqu'à ce que l'investissement supplémentaire en capital dans ces derniers égalise les rendements marginaux du capital entre pays et fasse converger les ratios de travail sur capital. Durant le processus de convergence, on devrait donc observer des déficits courants dans les pays émergents, financés par des entrées nettes de capitaux en provenance des économies avancées.

Cependant, on observe que les capitaux affluent plutôt vers les économies avancées.

Lucas (1990) a montré que le mécanisme décrit par la théorie néoclassique ne correspondait pas à ce que l'on pouvait observer dans les données. Le « paradoxe » de Lucas se base sur la constatation que, sur le long terme, les flux financiers tendent à affluer vers les pays riches, alors que ces derniers disposent théoriquement d'une productivité du capital plus faible que les pays pauvres. Ayant pour origine notamment des économies émergentes en Asie et comme principale destination les États-Unis, le transfert de capitaux privés vers les économies avancées s'est accéléré dans la première moitié des années deux mille (Prasad, Rajan et Subramanian, 2007 ; Mendoza, Quadrini et Rios-Rull, 2009).

Cette relation contre-intuitive entre le niveau de la productivité et la direction des flux financiers internationaux est également corroborée au sein du groupe de pays en développement. Baptisé "*capital allocation puzzle*", ce phénomène a été empiriquement mis en évidence, par exemple, par Gourinchas et Jeanne (2009) : les capitaux tendent à affluer vers les pays émergents ayant une croissance de la productivité totale des facteurs relativement plus faible (par exemple, la Corée) que les pays en développement moins avancés (par exemple, Madagascar).

Pourquoi, en termes nets, les pays en développement s'avèrent-ils être les « bailleurs de fonds » des économies avancées ?

Outre des différences dans le type de capital utilisé (capital humain faiblement productif, prédominance de la terre comme facteur de production dans les pays moins avancés)¹, l'existence de frictions de marché pourrait expliquer le fait que la plus grande partie du capital des pays en développement soit financée par l'investissement interne². Lucas (1990) avance notamment un risque politique : le pouvoir coercitif des anciennes métropoles n'étant plus en vigueur après la décolonisation, la capacité à faire respecter les engagements financiers (*contract enforcement*) dans les pays en développement s'en trouve affaiblie³.

Gertler et Rogoff (1990) et Reinhart et Rogoff (2004) mettent en avant une autre variante du risque politique : un stock de dette publique excessif, des épisodes de défaut par le passé ou un mauvais *rating* des titres souverains risquent de contraindre l'accès aux marchés de capitaux internationaux des entreprises nationales, même lorsqu'elles sont en bonne santé. Les capitaux resteraient ainsi dans les pays riches, même si les opportunités théoriques d'investissement sont loin d'être épuisées dans les pays pauvres.

Dans un cadre d'incertitude et d'asymétries d'information, le modèle développé par Mendoza *et al.* (2009) associe explicitement le développement financier au degré de *contract enforcement*. Le développement financier d'un pays est défini comme la capacité de son cadre institutionnel à rendre aisément vérifiables les actions des intermédiaires financiers résidents, ce qui facilite l'exécution des contrats. *A priori*, un meilleur cadre légal permet aux agents résidant dans les économies avancées (par exemple, aux États-Unis) de mieux discipliner les intermédiaires qui gèrent leur épargne. Dans un contexte plutôt opaque, comme celui caractérisant les économies en développement (par exemple, en Chine), les agents à capacité de financement sont soumis à un risque moral relativement plus élevé de la part des intermédiaires financiers locaux. Un degré d'incertitude plus fort encourage les résidents des pays en développement à une épargne de précaution supplémentaire.

D'après Mendoza *et al.*, le sous-développement financier se traduit donc par une difficulté des résidents à assurer la consommation future contre le risque que les intermédiaires financiers nationaux détournent une partie des revenus d'investissement, à l'insu des bailleurs de fonds. Pour un niveau d'investissement interne donné, les flux de capitaux sortant des pays en développement seraient expliqués par l'excès d'offre d'épargne résultant de l'incomplétude de leurs marchés financiers. L'idée d'une épargne de précaution, expliquant le surplus courant des pays qui ont un développement financier plus faible, est également avancée par Hubbard (2006) et Prasad, Rajan et Subramanian (2006).

Outre la position extérieure nette, l'hétérogénéité du degré de développement financier peut également affecter la composition des portefeuilles entre pays.

Par exemple, la part des investissements directs étrangers (IDE) dans les flux financiers entrants est *a priori* plus grande dans les pays présentant un degré de développement financier faible. Hausmann et Fernandez-Arias (2000) avancent cette idée en argumentant du point de vue de l'offre d'actifs (*i.e.* la demande de financement). À l'instar des entreprises, que l'on crée pour internaliser les coûts de transaction du marché⁴, les IDE ont tendance à prédominer là où les marchés de dette sont manquants ou défaillants. Cette intuition permet de comprendre les flux abondants d'IDE reçus par les grands pays d'Amérique latine durant les années quatre-vingt-dix. Étant donné le coût d'opportunité de se financer sur des marchés financiers domestiques peu profonds, les entreprises locales ont choisi de céder une part du contrôle à des investisseurs étrangers, ayant accès à des sources de financement moins volatiles, en provenance des économies avancées.

Mendoza *et al.* (2009) raisonnent du point de vue de la demande d'actifs. La difficulté à vérifier l'exécution correcte des engagements financiers incite les bailleurs de fonds dans les pays en développement à demander des contrats non contingents, *i.e.* des actifs dont les revenus promis sont indépendants

1 La loi des rendements décroissants suppose implicitement que la qualité des facteurs est homogène. Or, pour un stock donné, les caractéristiques structurelles des pays peuvent « détériorer » la qualité du capital, réduisant sa productivité et l'attractivité des pays en développement.

2 Par exemple, Aizenman, Pinto et Radziwill (2004) mettent en évidence que la plupart du stock de capital des pays en développement est autofinancé.

3 Sur les liens entre le cadre légal et le développement financier, cf. La Porta, López de Silanes, Shleifer et Vishny (1997)

4 Cf. Williamson (1985)

du rendement du projet financé ⁵. Ceci explique, par exemple, que les portefeuilles d'actifs externes des économies émergentes d'Asie soient majoritairement composés d'instruments de dette plus risqués (notamment des dépôts en dollars et des bons du Trésor). En revanche, les résidents des économies avancées peuvent se permettre de détenir des contrats contingents, tels les actions, requérant un degré de complétude du marché plus élevé et payant une prime de risque. Mendoza *et al.* observent en effet que, parallèlement à l'intégration financière internationale et jusqu'en 2005, les États-Unis ont cumulé des positions externes longues en actifs relativement plus risqués et rémunérateurs (IDE et portefeuille), finançant leur déficit courant par le biais d'instruments de dette.

L'intuition suivant laquelle les différences de développement financier entre pays ont influencé la direction des flux de capitaux semble cependant difficile à corroborer empiriquement.

Hausmann et Fernandez-Arias (2000) analysent l'impact du développement financier (mesuré par l'encours de crédit au secteur privé et par le risque-pays) sur le volume et la composition des flux moyens de capitaux entrants dans la presque totalité des pays entre 1996 et 1998. Deux résultats sont mis en évidence : le volume total de capitaux entrants est lié positivement au degré de développement financier du pays ; en revanche, les IDE affluent vers les pays où les marchés de capitaux sont moins développés, ce qui corrobore l'intuition que l'investissement direct étranger tend à se substituer aux marchés défaillants.

Dans l'analyse en panel de Gruber et Kamin (2009), les variables de quantités, traditionnellement utilisées pour mesurer le développement financier ⁶ (ratios sur le PIB de crédit, de capitalisation boursière, de capitalisation du marché obligataire, de la valeur totale des transactions en bourse, etc.) apparaissent en général non significatives. Entre 1997 et 2006, ce type de variables ne peut expliquer ni les excédents courants des économies émergentes ni le déficit courant des États-Unis. Alternativement, le degré de

développement financier peut être représenté par des variables de prix : des rendements à échéance d'obligations à long terme plus élevés en moyenne traduisent *a priori* un moindre développement financier. Toutefois, il est dans ce cas difficile de rendre compte de la taille du déficit courant américain par rapport à celui d'autres économies avancées dont le degré de développement financier ainsi mesuré est comparable.

Dans quelle mesure l'incapacité de la théorie standard à prédire les mouvements de capitaux sur le long terme peut-elle ainsi être expliquée par le degré différent de développement financier ? *In fine*, les résultats suggèrent que le lien entre les déséquilibres constatés des balances de paiements et l'hétérogénéité du développement financier entre pays est fragile ⁷. Il faut cependant noter que les mesures empiriques généralement utilisées (comme les ratios de crédit au secteur privé ou de capitalisation boursière) ne représentent pas nécessairement le développement financier tel qu'il est défini dans les modèles théoriques (*i.e.* la capacité du cadre institutionnel domestique à pallier divers types de frictions informationnelles et à faciliter l'exécution des contrats financiers).

2| L'effet à terme des entrées de capitaux sur le développement financier : une question controversée

Les études empiriques tendent à montrer que les capitaux étrangers sont attirés par les pays en développement dont la croissance et le retour d'investissement potentiel sont relativement plus faibles (Gourinchas et Jeanne, 2009), le développement financier étant l'un des facteurs pouvant expliquer ce « paradoxe ». On peut toutefois s'interroger sur le sens de la corrélation négative entre afflux de capitaux et croissance. La disponibilité d'épargne externe pourrait-elle entraver la croissance des pays en développement ?

5 Dans le modèle de Mendoza *et al.*, l'exécution des contrats dépend des intermédiaires financiers résidant dans le pays originaire des flux, à travers lesquels les bailleurs de fonds domestiques investissent à l'étranger. Implicitement, le modèle assimile ces intermédiaires à des fonds d'investissement qui, à la différence des banques, ne transforment pas la nature des contrats. Il est donc plus coûteux dans les pays en développement que dans les pays avancés de vérifier si les revenus versés par les intermédiaires qui placent l'épargne à l'étranger correspondent au rendement des projets financés.

6 Sur les variables proxy à même de représenter le degré de développement financier, cf. Beck, Demirgüç-Kunt et Levine (2000)

7 D'après Gruber et Kamin (2009), les excédents externes récurrents des économies émergentes dans les années 2000 seraient plutôt expliqués : par une épargne précaution des pays émergents en Asie, constituée notamment après les crises de 1997-98 ; par l'augmentation des revenus des pays exportateurs de pétrole.

Une revue des études sur le sujet proposée par Kose, Prasad, Rogoff et Wei (2006) révèle la difficulté à mettre en évidence des effets positifs de l'intégration financière internationale sur la croissance. Prasad, Rajan et Subramanian (2006) montrent que les pays en développement ayant eu un recours plus intense à l'épargne externe sont ceux dont la croissance de long terme a été relativement plus faible (ce qui réfute encore la théorie standard), tandis que les économies avancées ayant reçu plus de flux de capitaux ont crû davantage. En fait, l'impact de l'ouverture du compte de capital sur le développement économique semble dépendre de la qualité du cadre institutionnel du pays (Klein, 2005). Plus précisément, Klein et Olivei (1999) suggèrent que l'effet des flux étrangers sur la croissance tend à être positif dans les pays industrialisés dans la mesure où l'ouverture du compte de capital a contribué à accroître la profondeur de leurs marchés financiers domestiques.

Dans quelle mesure l'ouverture du compte de capital peut-elle favoriser le développement financier d'un pays ?

L'impact de l'ouverture du compte de capital sur le développement financier est une question qui s'inscrit dans le débat sur le calendrier approprié des politiques de libéralisation. McKinnon (1991) prône une ouverture externe séquentielle, d'abord commerciale puis financière. En revanche, Rajan et Zingales (2003) défendent l'idée que seule une ouverture simultanée aux échanges commerciaux et aux flux financiers internationaux est à même de promouvoir le développement financier interne. Cette hypothèse est fondée sur la constatation que, entre 1913 et 1999, le développement financier n'a pas été un processus linéaire. Des pays suivant un rythme de développement économique similaire peuvent présenter des degrés de développement financier assez différents, quel que soit l'indicateur utilisé⁸.

L'ouverture externe est un processus relevant de l'économie politique, déterminé au fur et à mesure que le gouvernement cède aux pressions des divers groupes d'intérêt (O'Rourke et Williamson, 1999). Rajan et Zingales distinguent deux groupes d'intérêt locaux : les opérateurs « historiques » de la branche financière

et ceux de la branche industrielle (*financial and industrial incumbents*). Généralement, la perspective de nouvelles opportunités, que l'ouverture commerciale et l'ouverture du compte de capital amènent séparément, ne compense pas les rentes (monopolistiques, informationnelles, etc.) que les deux groupes d'intérêt tirent d'une économie doublement fermée.

L'entrave à l'entrée de marchandises et de flux de capitaux, qui empêche aussi l'implantation d'intermédiaires financiers étrangers dont les sources de financement sont généralement externes, permet aux groupes locaux d'opérer sans concurrence. Le groupe industriel pouvant réinvestir ses rentes de monopole, ses besoins de fonds sont limités et peuvent être couverts par des intermédiaires financiers locaux. Ces derniers établissent des relations financières opaques avec leurs clients, souvent des accords hors marché, basés sur les garanties et sur la réputation des entreprises nationales et bénéficiant généralement de coûts « subventionnés » par divers mécanismes de répression financière (par exemple, des plafonds sur les taux créditeurs et débiteurs, en échange de politiques gouvernementales de crédit dirigé).

La levée des barrières aux mouvements de capitaux externes impose généralement des contraintes macro-prudentielles au gouvernement, qui est forcé d'abandonner les politiques de répression financière et de crédit dirigé⁹. Or, pour que les intérêts des deux groupes d'intérêt convergent, l'ouverture du compte de capital doit s'accompagner d'une libéralisation des échanges commerciaux. La concurrence externe accroît les besoins de financement du groupe industriel, privé de ses anciennes rentes et forcé d'augmenter l'investissement pour défendre ses parts de marché. Ne disposant plus des fonds « subventionnés » par le gouvernement et intermédiés par la branche financière domestique, les grandes entreprises locales ont intérêt à lever des capitaux externes, à des conditions de marché. Pour compenser la perte d'une partie de sa clientèle, le groupe financier local se tourne alors vers une catégorie d'entreprises « non établies » plus jeunes, de taille, réputation ou capitalisation moindres. Ne pouvant plus s'appuyer sur la garantie et les relations de long terme, le groupe financier a intérêt à accroître la transparence et la capacité du

⁸ Rajan et Zingales (2003) utilisent des indicateurs de développement aussi bien du secteur bancaire (ratios de dépôts et de crédit au secteur privé), que des marchés de capitaux (ratio d'émission d'actions et de capitalisation boursière sur la formation de capital, nombre de compagnies cotées en bourse).

⁹ Kaminski et Schmukler (2002) présentent une chronologie très complète de la séquence de libéralisation financière et d'ouverture du compte de capital dans bon nombre d'économies avancées et en développement. La fin de la répression financière semble exacerber les cycles de crédit dans la période suivant immédiatement les réformes, mais elle permet à terme d'améliorer le cadre institutionnel (transparence, contract enforcement, etc.).

cadre institutionnel à rendre les contrats financiers exécutables, poussant au développement financier. Ce processus les contraignant à améliorer leurs compétences (évaluation des risques, *monitoring*...), les intermédiaires financiers nationaux trouvent au fil du temps des opportunités d'investissement profitables à l'extérieur, ce qui les rend mieux disposés à accepter la concurrence des nouveaux entrants sur le marché domestique (Rajan et Zingales, 2003).

Le travail empirique de Chinn et Ito (2006), portant sur plus d'une centaine de pays avancés et en développement entre 1980 et 2000, est en ligne avec l'intuition de Klein : la levée de restrictions aux mouvements de capitaux contribue à l'approfondissement du marché boursier à condition qu'un niveau minimum de développement du cadre institutionnel et légal ait été atteint. En outre, la libéralisation des échanges commerciaux apparaît comme une condition préalable à l'ouverture du compte de capital, ce qui conforte les postulats de McKinnon (1991). Enfin, le développement du secteur bancaire précède celui du marché boursier.

Portant sur une période similaire (1980-2003) et sur quarante-deux pays en développement, les résultats de Baltagi, Demetriades et Hook Law (2009) ne corroborent que partiellement l'hypothèse de Rajan et Zingales : qu'elles aient lieu simultanément ou séquentiellement, l'ouverture commerciale et celle du compte de capital ont des effets positifs sur le développement financier (en termes de crédit bancaire et de capitalisation boursière).

Le phénomène décrit par le paradoxe de Lucas tend à être auto-entretenu dès lors que le degré de développement financier n'est pas complètement exogène. Goldsmith (1969), McKinnon (1973) et Levine (2005) mettent en avant une corrélation positive entre le développement financier et le développement économique. Sur cette base, Gertler et Rogoff (1990) et Boyd et Smith (1997) suggèrent que l'augmentation de la richesse d'un pays contribue à pallier les problèmes d'agence créés par la présence d'asymétries d'information entre les emprunteurs nationaux et les bailleurs de fonds.

Pour comprendre cette idée, on peut assimiler la richesse d'un pays à son stock de capital productif. Dans les économies avancées, où la production est relativement intensive en capital, les entreprises ont en moyenne une richesse nette plus grande que dans les pays en développement. Dès lors, une valeur plus élevée des garanties offertes par les agents en quête de financement atténue l'effet des asymétries d'information, réduisant le risque de contrepartie pour les bailleurs de fonds (Matsuyama, 2005). Par ailleurs, les firmes des pays avancés peuvent avoir un recours relativement plus intense au financement interne (fonds propres), ce qui permet aux bailleurs de fonds (nationaux et étrangers) de surmonter les coûts de vérification¹⁰ et réduit le nombre de demandeurs de crédit susceptibles d'être rationnés (Boyd et Smith, 1997).

Le stock initial de capital contribue donc à desserrer les contraintes de financement domestiques. Dans un contexte d'intégration financière internationale, les agents privés des économies avancées (ayant un stock de capital relativement plus élevé) disposent d'un avantage comparatif pour financer leur investissement en attirant des capitaux externes. L'investissement permet d'accroître encore le stock de capital de ces pays, donc leur degré de développement financier, et ainsi de suite.

La vérification des dynamiques suggérées par Boyd et Smith (1997), Gertler et Rogoff (1990) et Matsuyama (2005) entraînerait deux conséquences :

- Les pays pauvres seraient moins à même d'accroître l'efficacité de leurs systèmes financiers. Ceci encouragerait les résidents des pays riches à privilégier l'investissement interne, plutôt que d'épuiser les opportunités d'investissement dans les pays en développement. En dépit de l'intégration financière internationale, une corrélation positive entre l'épargne et l'investissement domestique (comme celle constatée par Feldstein et Horioka, 1980)¹¹ serait dès lors vraisemblable.
- L'ouverture du compte de capital des pays en développement¹² risquerait d'amplifier les différences

¹⁰ Avancés initialement par Townsend (1979) et Myers et Majluf (1984), les « coûts de vérification » (*costly state verification*) tendent à resserrer la contrainte de financement externe des entreprises (leur capacité à s'endetter, par opposition au recours aux fonds propres ou financement interne). Les « coûts de vérification » s'apparentent à des coûts d'audit fixes, nécessaires pour évaluer la valeur de l'entreprise au cas où sa faillite conduirait les créanciers à prendre son contrôle.

¹¹ Bien que les travaux empiriques postérieurs tendent à étayer le résultat de Feldstein et Horioka (1980), ils montrent une baisse de cette corrélation, notamment entre pays de l'OCDE et surtout au sein de la zone euro (Blanchard et Giavazzi, 2002).

¹² Sur les mesures d'ouverture financière d'un pays, cf. par exemple Chinn et Ito (2007) et Lane et Milesi-Ferretti (2007)

de développement financier, d'investissement et de croissance. La liberté d'allocation internationale de capitaux contribuerait ainsi à pérenniser le sous-développement financier, et donc économique, des pays jouissant d'un stock de capital plus faible.

Davantage de travaux empiriques sont nécessaires pour étayer ces intuitions théoriques, dont les implications en termes de politique économique peuvent être sujettes à controverse : les postulats de Boyd et Smith (1997) pourraient notamment justifier la mise en place, par les pays moins avancés, de mesures qui favorisent l'entrée d'IDE, ou qui entravent les flux

entrants ayant un impact plus volatil sur le capital et la richesse nette des entreprises nationales, tels les flux de portefeuille. D'après cette idée, une politique discriminant les flux entrants de court terme au profit des investissements étrangers directs serait souhaitable pour soutenir la convergence du ratio capital/travail et du degré de développement financier vers ceux des pays industrialisés. Autrement, les seuls mécanismes de marché risqueraient d'engendrer des processus dans lesquels l'investissement à l'intérieur du pays, l'accumulation de capital et le développement financier dans les économies avancées s'auto-alimentent, ce qui creuserait l'écart avec les pays en développement.

Bibliographie

Aizenman (J.), Pinto (B.) et Radziwill (A.) (2004)

"Sources for financing domestic capital –Is foreign saving a viable option for developing countries?", *NBER Working Papers*, 10624

Baltagi (B.H.), Demetriades (P.O.), Hook Law (S.) (2009)

"Financial development and openness: Evidence from panel data", *Journal of Development Economics*, 89, p. 285-296

Beck (T.), Demirgüç-Kunt (A.) et Levine (R.) (2000)

"A new database on financial development and structure" *World Bank Economic Review*, 14, p. 597-605

Blanchard (O.), Giavazzi (F.) (2002)

"Current account deficits in the euro area: the end of the Feldstein–Horioka puzzle?" *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, p. 147–210

Boyd (J.H.), Smith (B.D.) (1997)

"Capital market imperfections, international credit markets, and non convergence", *Journal of Economic Theory*, 73, p. 335-364

Chinn (M.D.), Ito (H.) (2007)

"A new measure of financial openness", *mimeo*, Université du Wisconsin, mai

Chinn (M.D.), Ito (H.) (2006)

"What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions", *Journal of Development Economics*, 81, p. 163-192

Feldstein (M.), Horioka (C.) (1980)

"Domestic saving and international capital flows", *Economic Journal*, 90 (358), p. 314–29

Gertler (M.J.), Rogoff (K.) (1990)

"North-South lending and endogenous domestic capital market inefficiencies" *Journal of Monetary Economics*, 26 (2), p. 245–266

Goldsmith (R.) (1969)

Financial Structure and Development, Yale University Press, New Haven, CT.

Gourinchas (P.O.), Jeanne (O.) (2009)

"Capital flows to developing countries: the allocation puzzle", Peterson Institute for International Economics, *Working Paper Series*, 09-12

Gruber (J.), Kamin (S.) (2009)

"Do differences in financial development explain the global pattern of current account imbalances?", *Review of International Economics*, 17(4), p. 667–688

Hausmann (R.), Fernández-Arias (E.) (2000)

"Foreign direct investment: good cholesterol?", Inter-American Development Bank, *Working Paper* 417

Hubbard (G.) (2006)

"The U.S. current account deficit and public policy" *Journal of Policy Modeling* 28, p. 665–71

Kaminski (G.L.) et Schmukler (S.L.) (2002)

"Short-run pain, long-run gain. The effects of financial liberalization", *World Bank policy research working paper*, 2912

Klein (M.W.) (2005)

"Capital account liberalization, institutional quality and economic growth: theory and evidence", *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 11112

Klein (M.W.) et Olivei (G.) (1999)

"Capital account liberalization, financial depth and economic growth", Federal Reserve Bank of Boston *Working Paper*, 99-6

Kose (M.A.), Prasad (E.), Rogoff (K.), Wei (S.J.) (2006)

"Financial globalisation: a reappraisal", *IMF Working Papers*, 06/189

Lane (P.R.), Milesi-Ferretti (G.M.) (2007)

"The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004", *Journal of International Economics*, 73(2), p. 223-250

La Porta (R.), López de Silanes (F.), Shleifer (A.) et Vishny (R.W.) (1997)

"Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, 52 (3), p. 1131-1150

Levine (R.) (2005)

"Finance and growth: theory and evidence", *Handbook of Economic Growth*, dans P. Aghion et S. Durlauf (ed.), Amsterdam, Elsevier Science, p. 865-934

Lucas (R. E. Jr.) (1990)

"Why doesn't capital flow from rich to poor countries?" *American Economic Review*, 80, p. 92-96

Matsuyama (K.) (2005)

"Credit market imperfections and patterns of international trade and capital flows", *Journal of the European Economic Association*, 3(2-3), p. 714-723

McKinnon (R.I.) (1991)

The order of economic liberalization: financial control in the transition to a market economy, Johns Hopkins University Press

McKinnon (R.I.) (1973)

Money and Capital in Economic Development, Brookings Institute, Washington, DC

Mendoza (E.), Quadrini (V.), Rios-Rull (V.) (2009)

"Financial integration, financial deepness and global imbalances," *Journal of Political Economy*, 117 (3)

Myers (S.), Majluf (N.) (1984)

"Corporate financing and investment decisions: when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13 (2) p. 187-221

O'Rourke (K.), Williamson (J.) (1999)

Globalization and history: The evolution of a nineteenth century atlantic economy, M.I.T. Press, Cambridge, MA.

Prasad (E.), Rajan (R.), Subramanian (A.) (2007)

"Foreign Capital and Economic Growth" *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, p. 153-230

Prasad (E.), Rajan (R.) et Subramanian (A.) (2006)

"Patterns of international capital flows and their implications for economic development", dans *The New Economic Geography: Effects and Policy Implications*, Federal Reserve Bank of Kansas City

Rajan (R.G.), Zingales (L.) (2003)

"The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century", *Journal of Financial Economics*, 69, p. 5-50

Reinhart (C.M.) et Rogoff (K.S.) (2004)

"Serial default and the 'paradox' of rich to poor capital flows", *American Economic Review*, 94 (2), p. 53-59

Townsend (R.M.) (1979)

"Optimal contracts and competitive markets with costly state verification", *Journal of Economic Theory*, 21, p. 265-293

Williamson (O. E.) (1985)

The economic institutions of Capitalism. New York: Free Press

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

Séries chronologiques

Avertissement

Des modifications ont été apportées à la figure 3 : la zone euro comporte 17 membres depuis le 1^{er} janvier 2011. 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		2011				
	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai
Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)							
Ensemble de l'industrie manufacturière	14	2	26	13	6	7	8
Denrées alimentaires et boissons	14	-3	22	12	10	10	-2
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	13	10	28	10	13	-8	19
Industrie automobile	11	-3	36	23	-23	3	7
Autres matériels de transport	7	16	7	15	6	5	12
Autres produits industriels	19	2	23	12	7	9	9
Production pour les prochains mois (a)							
Ensemble de l'industrie manufacturière	10	10	8	8	7	8	-3
Denrées alimentaires et boissons	15	8	9	10	9	8	1
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	10	12	10	10	3	10	-10
Industrie automobile	9	13	8	-10	2	6	-3
Autres matériels de transport	22	14	21	22	15	14	14
Autres produits industriels	8	10	8	9	9	11	-2
Évolution des commandes de l'industrie manufacturière par rapport au mois précédent (ensemble) (a)							
Globales	17	11	22	12	10	6	5
Étrangères	16	14	18	13	11	7	7
Niveau du carnet de commandes (a)							
Ensemble de l'industrie manufacturière	15	18	24	23	22	18	21
Denrées alimentaires et boissons	8	7	8	8	11	9	8
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	16	21	22	24	21	10	15
Industrie automobile	17	10	20	13	10	10	22
Autres matériels de transport	51	59	63	62	62	65	66
Autres produits industriels	13	17	25	24	23	18	20
Niveau des stocks de produits finis (a)							
Ensemble de l'industrie manufacturière	0	0	1	0	0	1	1
Denrées alimentaires et boissons	1	3	8	3	1	0	2
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	3	3	7	3	9	9	9
Industrie automobile	0	-12	-1	-4	0	3	2
Autres matériels de transport	0	-1	-1	0	0	2	-1
Autres produits industriels	-2	1	-1	-2	-3	-2	-1
Taux d'utilisation des capacités de production (b)							
Ensemble de l'industrie manufacturière	78,4	78,5	79,9	80,3	80,6	80,5	81,1
Évolution des effectifs (ensemble de l'industrie manufacturière) (a)							
Par rapport au mois précédent	3	3	6	3	3	2	1
Au cours des prochains mois	2	2	2	3	2	2	1
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)							
	107	106	110	110	110	106	103

(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.

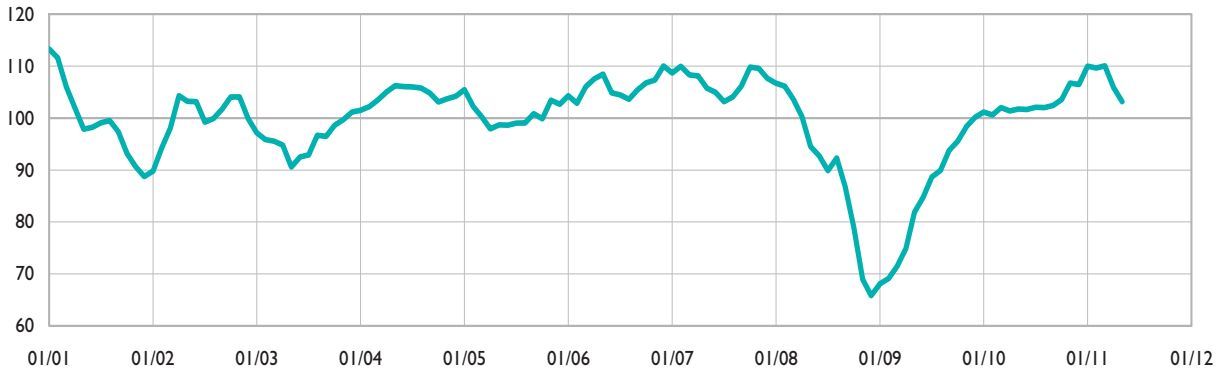
Source : Banque de France

Réalisé le 22 juin 2011

Figure 2 Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (NAF rév. 2, données CVS)

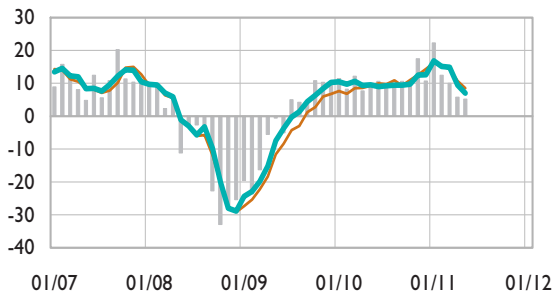
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = 1981 – dernier point)



Commandes (a)

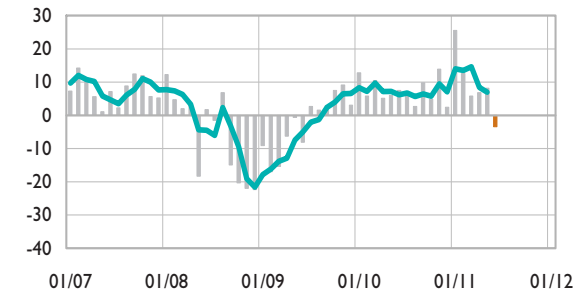
(solde des opinions ; variation mensuelle)



- Commandes globales
- Commandes globales (moyenne mobile sur 3 mois)
- Commandes étrangères (moyenne mobile sur 3 mois)

Production (a)

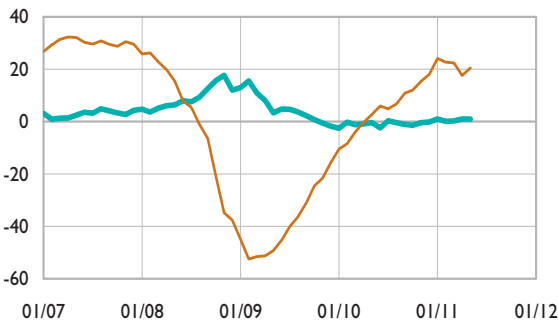
(solde des opinions ; variation mensuelle)



- Production passée
- Production prévue (série corrigée du biais statistique observé)
- Production passée (moyenne mobile sur 3 mois)

Stocks et carnets de commandes (a)

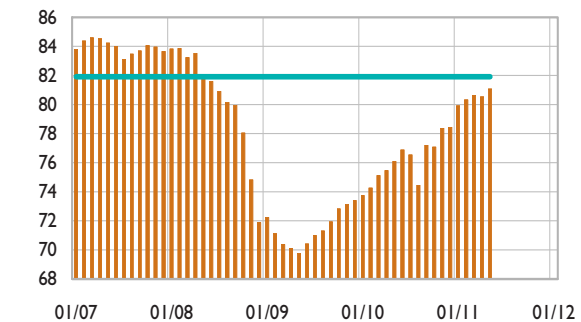
(solde des opinions ; par rapport à un niveau jugé normal)



- Stocks
- Carnets

TUC dans l'industrie (a)

(en %)



- TUC
- Moyenne de longue période depuis 1981

(a) Industrie manufacturière

Source : Banque de France

Réalisé le 22 juin 2011

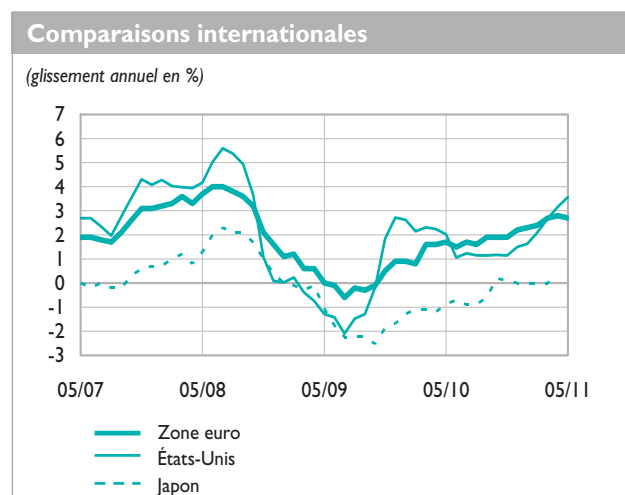
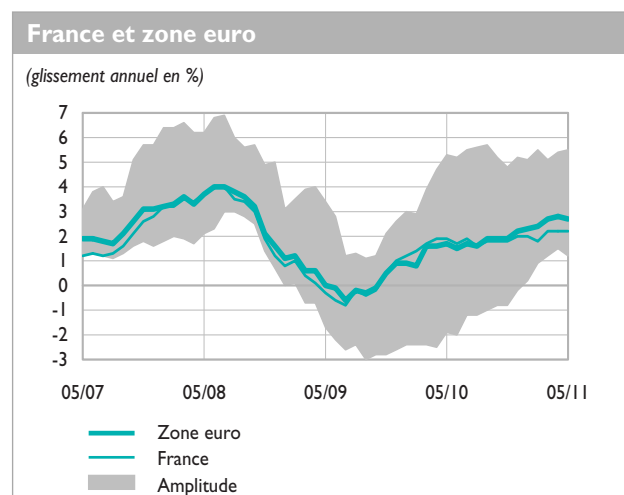
Figure 3
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)

	2010				2011				
	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai
France	1,8	1,8	1,8	2,0	2,0	1,8	2,2	2,2	2,2
Allemagne	1,3	1,3	1,6	1,9	2,0	2,2	2,3	2,7	2,4
Italie	1,6	2,0	1,9	2,1	1,9	2,1	2,8	2,9	3,0
Zone euro	1,9	1,9	1,9	2,2	2,3	2,4	2,7	2,8	2,7
Royaume-Uni	3,1	3,2	3,3	3,7	4,0	4,4	4,0	4,5	4,5
Union européenne	2,2	2,3	2,3	2,7	2,8	2,9	3,1	3,3	3,2
États-Unis	1,1	1,2	1,1	1,5	1,6	2,1	2,7	3,2	3,6
Japon	-0,6	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	nd

(moyenne annuelle) (variation mensuelle CVS)

	2008	2009	2010	2010	2011				
				déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai
France	3,2	0,1	1,7	0,4	0,1	0,1	0,4	0,2	0,0
Allemagne	2,8	0,2	1,2	0,4	0,2	0,3	0,3	0,4	-0,1
Italie	3,5	0,8	1,6	0,3	0,1	0,4	0,5	0,3	0,2
Zone euro	3,3	0,3	1,6	0,3	0,4	0,1	0,6	0,4	0,0
Royaume-Uni	3,6	2,2	3,3	0,7	0,6	0,4	0,2	0,8	0,0
Union européenne	3,7	1,0	2,1	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	3,8	-0,4	1,6	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,2
Japon	1,4	-1,4	-0,7	-0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	nd



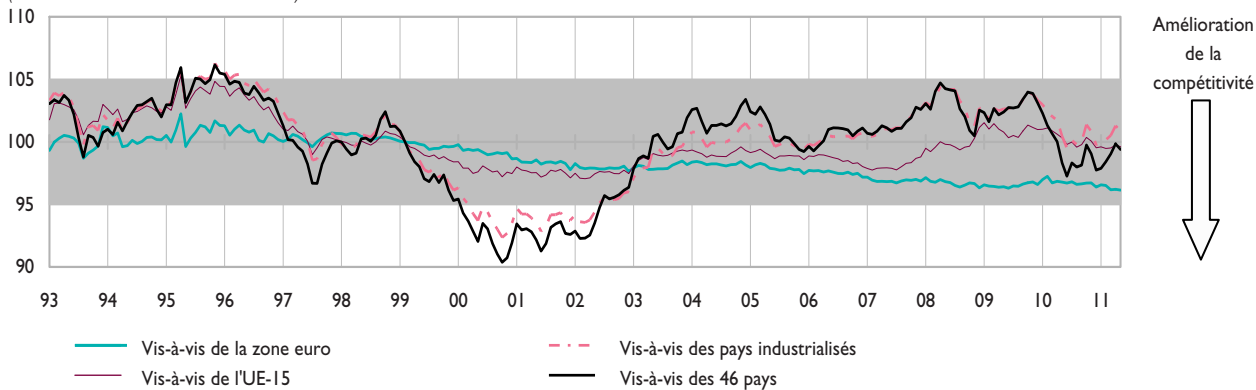
Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon

Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro (composition variable)

Figure 4
Compétitivité de l'économie française

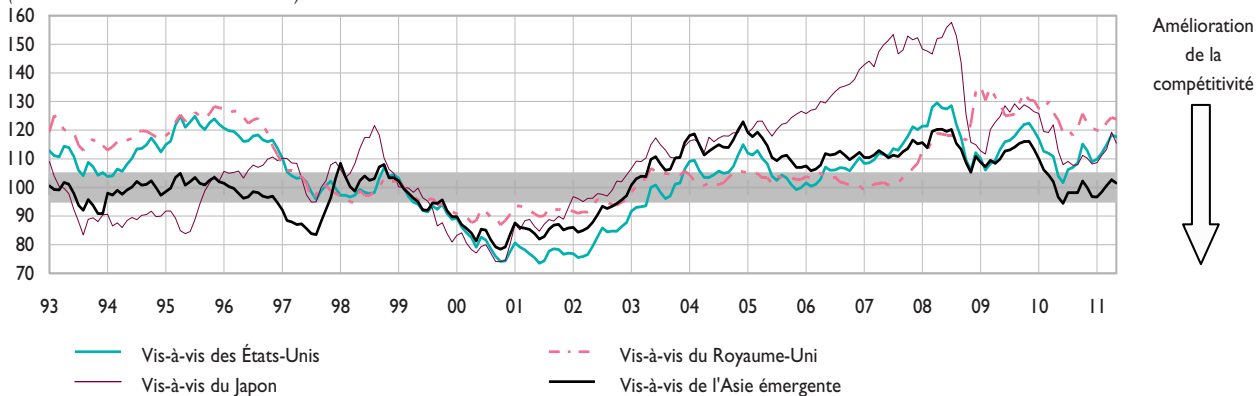
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999)



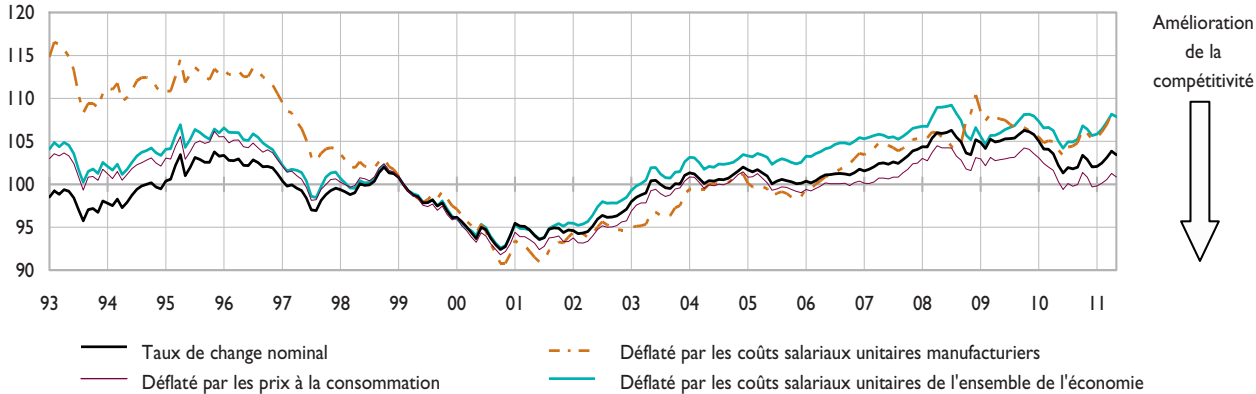
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999)



Indicateurs de compétitivité vis-à-vis des 24 partenaires de l'OCDE

(indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999)



Partie grise : écart de + ou - 5% par rapport à la moyenne de longue période

Voir notice méthodologique de la partie « Statistiques » du Bulletin

Sources : nationales, Banque de France, BCE, FMI, OCDE, Thomson Financial Datastream

Calculs : Banque de France

Réalisé le 22 juin 2011

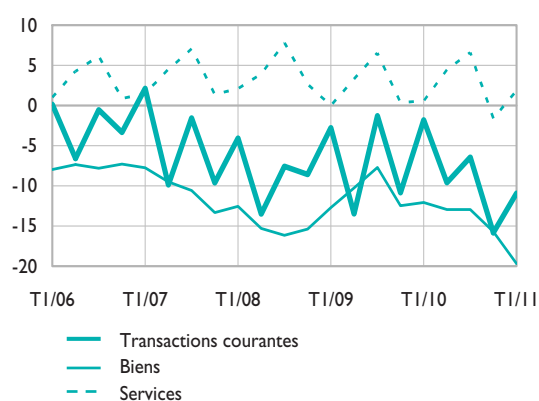
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2009	2010	2010				2011
			T1	T2	T3	T4	
Compte de transactions courantes	-28,4	-33,7	-1,8	-9,6	-6,4	-15,8	-10,9
Biens	-43,1	-53,7	-12,1	-12,9	-13,0	-15,7	-19,7
Services	10,2	10,0	0,6	4,5	6,6	-1,6	1,8
Revenus	31,6	36,5	13,7	5,3	8,7	8,8	10,7
Transferts courants	-27,1	-26,5	-4,0	-6,4	-8,8	-7,3	-3,8
Compte de capital	0,3	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,2	1,0
Compte financier	41,1	18,2	-1,2	9,0	-0,9	11,3	-11,8
Investissements directs	-49,6	-37,9	-15,0	-7,6	-7,2	-8,0	1,3
Français à l'étranger	-74,1	-63,5	-22,1	-13,0	-19,5	-8,9	1,4
Étrangers en France	24,5	25,6	7,1	5,4	12,3	0,9	-0,1
Investissements de portefeuille	251,1	119,9	32,6	107,8	-49,0	28,5	29,7
Avoirs	-77,4	23,2	-28,9	39,5	-20,1	32,7	-22,6
Engagements	328,5	96,7	61,5	68,3	-28,9	-4,2	52,3
Produits financiers dérivés	-16,9	34,3	8,2	10,6	10,4	5,1	2,2
Autres investissements	-147,4	-92,3	-25,2	-103,5	48,5	-12,0	-41,8
Avoirs de réserve	3,9	-5,8	-1,7	1,7	-3,5	-2,2	-3,2
Erreurs et omissions nettes	-13,0	15,4	2,8	0,5	7,7	4,4	21,7

Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)

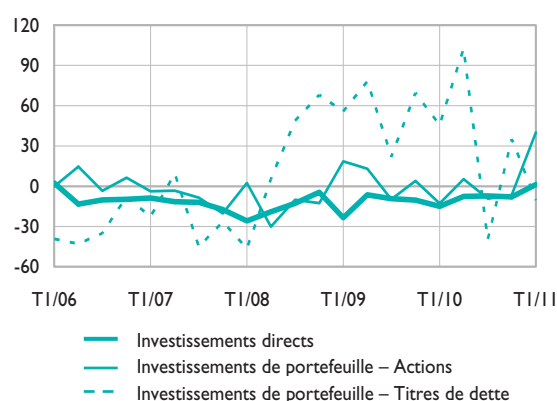


Figure 6
Balance des paiements – Transactions courantes et capital (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2009	2010	2010				2011
			T1	T2	T3	T4	
Compte de transactions courantes	-28,4	-33,7	-1,8	-9,6	-6,4	-15,8	-10,9
Biens	-43,1	-53,7	-12,1	-12,9	-13,0	-15,7	-19,7
Exportations	341,5	390,1	92,9	98,7	95,8	102,7	105,9
Importations	384,6	443,7	105,0	111,6	108,7	118,4	125,6
Marchandises générales	-43,6	-53,5	-12,0	-13,0	-13,0	-15,6	-19,1
Avitaillement	-1,4	-2,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6
Travail à façon et réparations	1,9	1,9	0,4	0,5	0,5	0,5	0,1
Services	10,2	10,0	0,6	4,5	6,6	-1,6	1,8
Exportations	103,7	109,9	22,4	29,6	33,1	24,7	25,4
Importations	93,5	99,8	21,9	25,1	26,5	26,3	23,5
Transports	-0,7	0,1	-0,3	0,0	0,3	0,0	-0,6
Voyages	8,0	6,1	0,3	2,5	5,2	-1,9	0,1
Services de communication	0,6	0,5	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1
Services de construction	2,6	2,5	0,5	0,7	0,6	0,7	0,6
Services d'assurance	-0,8	-1,3	-0,2	0,0	-0,6	-0,4	-0,2
Services financiers	0,6	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,3
Services d'informatique et d'information	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Redevances et droits de licence	3,2	3,7	0,9	0,8	0,9	1,0	1,3
Autres services aux entreprises	-1,8	-0,5	-0,6	0,4	0,2	-0,5	0,4
Services personnels, culturels et récréatifs	-1,3	-1,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Services des administrations publiques	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
Revenus	31,6	36,5	13,7	5,3	8,7	8,8	10,7
Rémunérations des salariés	9,6	9,9	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Revenus des investissements	22,0	26,6	11,2	2,8	6,2	6,3	8,2
Directs	25,7	34,1	10,2	9,3	6,4	8,1	6,5
De portefeuille	0,1	-5,1	1,7	-6,0	0,3	-1,1	2,0
Autres	-3,7	-2,4	-0,7	-0,5	-0,5	-0,7	-0,3
Transferts courants	-27,1	-26,5	-4,0	-6,4	-8,8	-7,3	-3,8
Transferts courants du secteur des APU	-18,1	-18,0	-2,2	-4,5	-6,4	-5,0	-1,9
Transferts courants des autres secteurs	-9,0	-8,5	-1,8	-2,0	-2,4	-2,3	-1,9
dont envois de fonds des travailleurs	-2,1	-2,1	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-0,4
Compte de capital	0,3	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,2	1,0

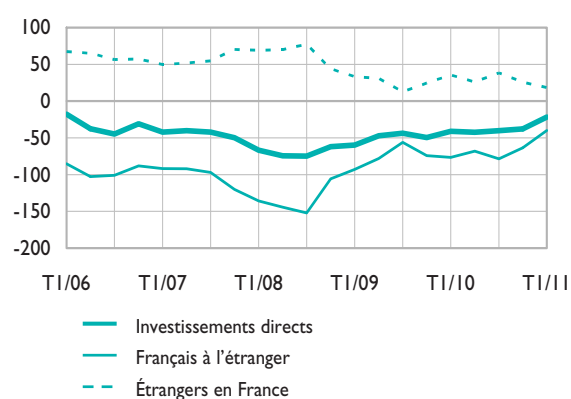
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2009	2010	2010				2011
			T1	T2	T3	T4	
Compte financier	41,1	18,2	-1,2	9,0	-0,9	11,3	-11,8
Investissements directs	-49,6	-37,9	-15,0	-7,6	-7,2	-8,0	1,3
Français à l'étranger	-74,1	-63,5	-22,1	-13,0	-19,5	-8,9	1,4
<i>dont capitaux propres et bénéfices réinvestis</i>	-47,7	-44,4	-16,6	-10,2	-12,9	-4,7	0,4
Étrangers en France	24,5	25,6	7,1	5,4	12,3	0,9	-0,1
<i>dont capitaux propres et bénéfices réinvestis</i>	16,4	23,8	5,1	7,8	5,5	5,5	3,6
Investissements de portefeuille	251,1	119,9	32,6	107,8	-49,0	28,5	29,7
Avoirs	-77,4	23,2	-28,9	39,5	-20,1	32,7	-22,6
Actions	-27,2	-17,0	-6,8	2,0	-0,1	-12,0	26,7
Obligations	-11,6	-0,2	-24,8	13,8	-23,2	33,9	-41,1
<i>Titres de créance à court terme</i>	-38,6	40,4	2,7	23,7	3,2	10,8	-8,1
Engagements	328,5	96,7	61,5	68,3	-28,9	-4,2	52,3
Actions	53,0	-6,3	-6,0	3,3	-9,1	5,5	13,4
Obligations	199,2	99,5	63,2	53,7	-24,2	6,8	21,3
<i>Titres de créance à court terme</i>	76,3	3,5	4,3	11,3	4,4	-16,5	17,6
Produits financiers dérivés	-16,9	34,3	8,2	10,6	10,4	5,1	2,2
Autres investissements	-147,4	-92,3	-25,2	-103,5	48,5	-12,0	-41,8
<i>dont IFM hors Banque de France (flux nets)</i>	-75,8	-46,6	-16,8	-31,6	10,5	-8,7	-26,0
Avoirs de réserve	3,9	-5,8	-1,7	1,7	-3,5	-2,2	-3,2
Erreurs et omissions nettes	-13,0	15,4	2,8	0,5	7,7	4,4	21,7

Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)

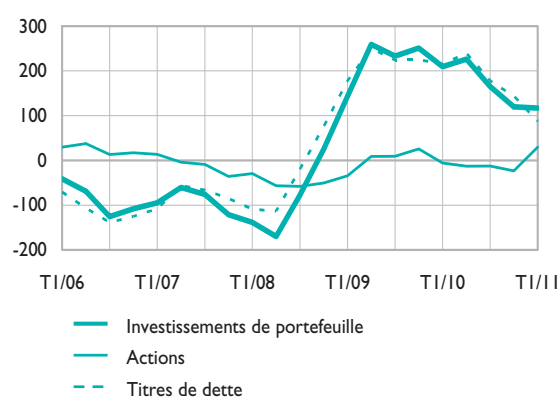


Figure 8
Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	4 ^e trimestre 2010					
	UEM (a)	UE27 hors UEM (b)	USA	Japon	Suisse	Chine
Compte de transactions courantes	-4,9	-3,2	-1,0	-1,0	0,2	nd
Recettes	78,0	21,9	10,7	2,7	6,2	4,4
Dépenses	82,9	25,2	11,7	3,7	6,0	nd
Biens	-10,4	0,3	-1,5	-0,4	0,2	-6,5
Recettes	48,6	12,7	5,4	1,6	3,1	3,0
Dépenses	59,0	12,3	6,9	2,1	2,9	9,5
Services	-1,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,3	0,3
Recettes	7,6	3,1	2,0	0,3	0,8	1,0
Dépenses	9,4	3,4	2,3	0,5	1,1	0,7
Revenus	8,5	0,2	0,9	-0,4	0,8	nd
Recettes	21,2	4,6	3,1	0,7	2,0	0,5
Dépenses (c)	12,7	4,4	2,2	1,1	1,2	nd
Transferts courants	-1,3	-3,4	-0,1	0,0	-0,4	0,0
Compte financier						
Investissements directs	-6,5	4,3	2,8	-0,2	-5,4	-0,6
Français à l'étranger	-6,4	1,5	4,7	-0,2	-5,3	-0,6
Étrangers en France	0,0	2,8	-1,9	0,0	-0,1	0,0
Investissements de portefeuille – Avoirs (d)	6,7	-8,0	5,8	13,3	0,2	0,0
Actions	-10,1	-2,5	-0,1	0,6	0,6	0,0
Obligations	9,7	5,4	4,9	1,8	0,0	0,0
Titres de créance à court terme	7,1	-11,0	1,0	11,0	-0,4	0,0
Autres investissements	-10,5	-24,3	-1,2	-7,3	-0,2	5,5
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	3,1	-20,8	-0,4	-5,4	-0,7	5,5

(a) 16 pays membres (dont Slovaquie entrée au 1^{er} janvier 2009)

(b) Danemark, Royaume-Uni, Suède, institutions européennes et nouveaux pays membres (République tchèque, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Bulgarie, Roumanie)

(c) Ventilation géographique des revenus d'investissements de portefeuille estimée à partir des données centralisées par le FMI (Coordinated Portfolio Investment Survey) ; données non disponibles pour la Chine

(d) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

					Cumul 12 mois	
	2010	2011			2010	2011
	avril	fév.	mars	avril	avril	avril
Compte de transactions courantes	-1,1	-4,4	-3,0	-3,1	-24,2	-44,8
Biens	-3,6	-6,7	-5,8	-6,3	-42,4	-64,0
Services	0,9	1,2	-0,4	1,0	11,5	11,4
Revenus	3,7	2,6	5,4	4,2	33,4	34,0
Transferts courants	-2,1	-1,6	-2,2	-1,9	-26,7	-26,2
Compte de capital	0,0	0,1	0,0	0,1	0,3	1,0
Compte financier	-17,0	-3,6	-16,5	16,7	44,5	41,3
Investissements directs	-0,6	4,4	-4,2	-17,7	-38,4	-38,7
Français à l'étranger	-2,1	7,5	-7,6	-23,8	-74,6	-61,6
Capital social	-0,8	5,0	-2,3	-19,9	-43,2	-22,2
Bénéfices réinvestis	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-13,8	-24,5
Autres opérations	0,7	4,6	-3,2	-1,8	-17,7	-15,0
Étrangers en France	1,4	-3,1	3,4	6,0	36,2	23,0
Capital social	2,0	1,4	-0,7	0,8	17,9	9,1
Bénéfices réinvestis	1,1	0,8	0,8	0,8	5,1	11,7
Autres opérations	-1,7	-5,2	3,3	4,4	13,2	2,2
Investissements de portefeuille	-4,1	-8,5	55,5	6,3	207,9	127,4
Avoirs	-9,8	-18,3	26,5	-17,8	-73,8	21,5
Actions	-6,1	2,7	17,0	-9,2	-52,3	13,3
Obligations	-21,6	-15,7	7,7	-6,0	-73,2	-0,9
Titres de créance à court terme	17,9	-5,3	1,8	-2,7	51,8	9,0
Engagements	5,7	9,8	29,0	24,2	281,7	106,0
Actions	0,5	4,4	4,4	0,0	42,7	12,6
Obligations	1,4	5,6	9,9	26,0	195,0	82,2
Titres de créance à court terme	3,8	-0,2	14,7	-1,8	44,0	11,2
Produits financiers dérivés	2,7	0,0	0,0	-4,6	2,7	21,0
Autres investissements	-14,9	1,2	-66,2	29,1	-122,9	-64,9
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	2,8	-2,1	-52,1	27,0	-84,3	-31,5
Avoirs de réserve	-0,1	-0,8	-1,6	3,5	-4,8	-3,6
Erreurs et omissions nettes	18,2	8,0	19,5	-13,6	-20,5	2,5

Source : Banque de France

Réalisé le 22 juin 2011

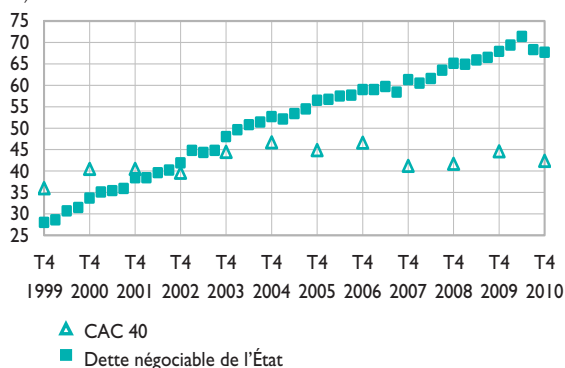
Figure 10
Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)

(en milliards d'euros)

	2006	2007	2008	2009	2010	2010
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T4
Créances	4 041,2	4 533,5	4 414,1	4 673,2	5 061,7	5 061,7
Investissements directs français à l'étranger	793,1	874,2	975,3	1 041,9	1 144,8	1 144,8
<i>Capitaux propres</i>	548,8	598,2	658,6	700,0	775,8	775,8
<i>Autres opérations</i>	244,3	276,0	316,7	341,9	369,0	369,0
Investissements de portefeuille	1 851,0	2 014,1	1 857,4	2 056,3	2 099,7	2 099,7
(titres étrangers détenus par les résidents)						
<i>IFM (secteur résident détenteur)</i>	755,0	743,2	730,7	731,3	655,6	655,6
<i>Non IFM (secteur résident détenteur)</i>	1 095,9	1 270,9	1 126,7	1 325,0	1 444,1	1 444,1
Produits financiers dérivés	159,2	241,0	234,0	273,5	324,5	324,5
Autres investissements	1 163,3	1 325,7	1 273,5	1 209,1	1 368,2	1 368,2
<i>IFM</i>	945,6	1 094,7	1 058,6	990,3	1 123,2	1 123,2
<i>Non IFM</i>	217,7	231,0	214,9	218,8	245,0	245,0
Avoirs de réserve	74,6	78,6	74,0	92,4	124,5	124,5
Engagements	-4 188,3	-4 708,2	-4 633,3	-4 884,9	-5 216,8	-5 216,8
Investissements directs étrangers en France	-578,7	-649,1	-684,5	-690,7	-722,2	-722,2
<i>Capitaux propres</i>	-348,7	-386,2	-395,3	-394,2	-418,0	-418,0
<i>Autres opérations</i>	-230,0	-262,9	-289,2	-296,5	-304,2	-304,2
Investissements de portefeuille	-1 963,0	-1 987,9	-1 872,5	-2 315,3	-2 450,1	-2 450,1
(titres français détenus par les non-résidents)						
<i>IFM (secteur résident émetteur)</i>	-484,4	-505,4	-493,3	-554,5	-583,2	-583,2
<i>Non IFM (secteur résident émetteur)</i>	-1 478,6	-1 482,5	-1 379,2	-1 760,8	-1 866,9	-1 866,9
Produits financiers dérivés	-188,9	-312,6	-289,3	-311,8	-397,2	-397,2
Autres investissements	-1 457,7	-1 758,7	-1 787,0	-1 567,0	-1 647,3	-1 647,3
<i>IFM</i>	-1 245,0	-1 465,6	-1 345,2	-1 197,3	-1 298,6	-1 298,6
<i>Non IFM</i>	-212,7	-293,1	-441,7	-369,8	-348,6	-348,6
Position nette	-147,1	-174,7	-219,2	-211,7	-155,1	-155,1

Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État

(en %)



Position extérieure de la France

(en milliards d'euros)

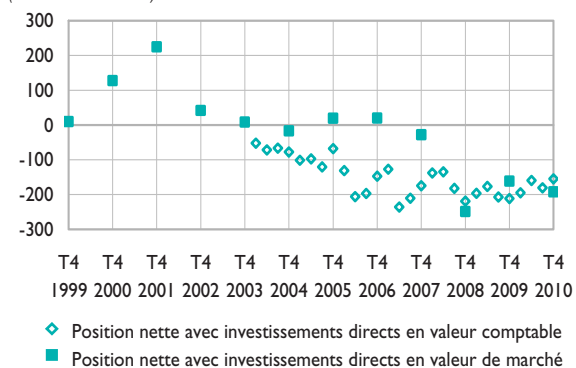


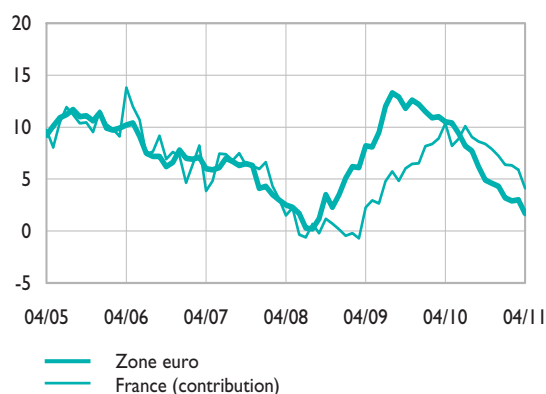
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

(taux de croissance annuel en %)

	2008	2009	2010	2010	2010			2011				
	déc.	déc.	déc.	avril	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	
M1												
Zone euro (a)	3,5	12,2	4,3	10,5	4,9	4,6	4,3	3,2	2,9	3,0	1,7	
France (contribution)	0,2	6,5	7,2	10,4	8,4	7,9	7,2	6,4	6,3	5,9	4,1	
M2												
Zone euro (a)	8,4	1,5	2,2	1,3	2,1	2,3	2,2	2,3	2,4	2,7	2,4	
France (contribution)	8,1	0,0	7,4	4,0	7,2	7,4	7,4	6,9	7,3	7,4	6,4	
M3												
Zone euro (a)	7,6	-0,4	1,7	-0,3	1,1	2,1	1,7	1,6	2,1	2,3	2,0	
France (contribution)	5,3	-4,2	6,6	-2,0	6,4	6,7	6,6	5,6	7,2	7,3	6,4	
Crédits au secteur privé												
Zone euro (a)	5,8	-0,1	1,8	0,1	1,5	2,0	1,8	2,4	2,6	2,5	2,6	
France (b)	7,0	-0,6	5,0	1,3	4,3	5,1	5,0	4,8	5,1	4,6	5,8	

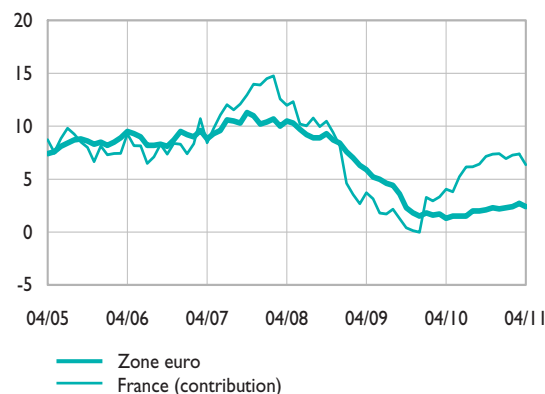
M1

(taux de croissance annuel en %)



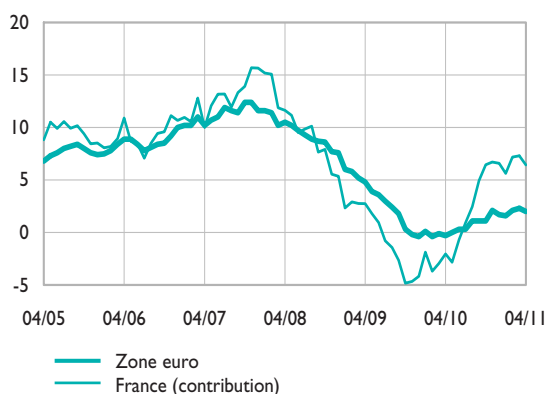
M2

(taux de croissance annuel en %)



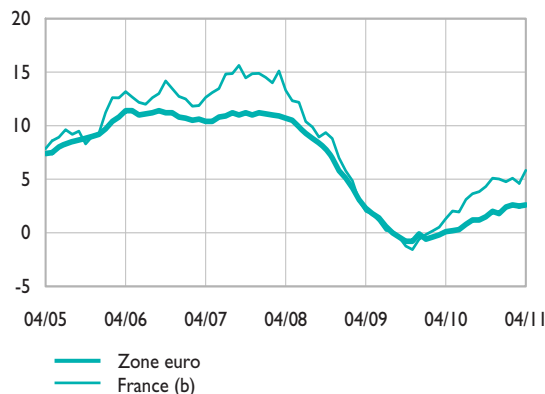
M3

(taux de croissance annuel en %)



Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en %)



(a) Données corrigées des effets saisonniers et calendaires

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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 22 juin 2011

Figure 12
Bilan de la Banque de France

(encours en fin de période en milliards d'euros)

	2008	2009	2010	2010	2011			
	déc.	déc.	déc.	avril	janv.	fév.	mars	avril
Actif								
Territoire national	220,2	165,1	89,7	160,8	81,5	81,4	77,4	76,0
Crédits	190,7	129,1	42,3	125,1	34,3	30,6	24,4	21,5
IFM	190,6	129,0	42,1	124,9	34,1	30,4	24,2	21,4
Administration centrale	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Secteur privé	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Titres autres que des actions	29,5	35,9	47,4	35,7	47,2	50,8	53,1	54,5
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	29,5	35,9	47,4	35,7	47,2	50,8	53,1	54,5
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	60,6	77,1	86,7	78,9	85,1	84,7	84,4	84,1
Reste du monde	110,7	96,3	99,1	92,1	100,5	104,0	103,6	100,9
Avoirs en or	49,8	60,0	82,6	69,3	76,3	79,9	78,9	81,4
Non ventilés par zones géographiques (a)	115,8	111,7	127,1	108,7	129,2	128,8	127,2	132,4
Total	557,1	510,1	485,3	509,7	472,6	478,6	471,4	474,7
Passif								
Dépôts – Territoire national	105,1	84,5	51,2	92,5	59,6	51,2	53,3	49,2
IFM	94,3	64,9	49,3	91,2	58,9	50,2	52,3	48,5
Administration centrale	10,3	18,0	1,5	1,0	0,3	0,5	0,5	0,3
Autres secteurs (à vue)	0,5	1,6	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4
Dépôts – Autres États de la zone euro	117,7	62,0	28,3	52,6	18,7	25,8	22,4	22,7
IFM	117,7	62,0	28,3	52,6	18,7	25,8	22,4	22,7
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – reste du monde	99,4	112,7	122,9	113,7	122,3	126,6	123,2	122,8
Non ventilés par zones géographiques	234,9	250,9	282,9	251,0	271,9	275,1	272,6	280,1
Billets et pièces en circulation (b)	147,3	153,7	160,1	152,2	156,3	156,0	156,8	158,7
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	58,6	70,6	97,6	78,1	91,3	95,0	92,4	95,8
Autres	29,0	26,6	25,2	20,7	24,3	24,0	23,4	25,6
Total	557,1	510,1	485,3	509,7	472,6	478,6	471,4	474,7

(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.

Figure 13
Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France – France

(encours en fin de période en milliards d'euros)

	2008	2009	2010	2010	2011			
	déc.	déc.	déc.	avril	janv.	fév.	mars	avril
Actif								
Territoire national	4 517,7	4 527,2	4 568,2	4 686,4	4 614,7	4 622,3	4 555,2	4 605,1
Crédits	3 493,6	3 509,9	3 562,1	3 665,8	3 615,7	3 611,4	3 642,7	3 700,1
IFM	1 480,2	1 486,5	1 413,9	1 591,3	1 462,5	1 432,6	1 457,8	1 497,8
APU	173,8	196,1	217,8	199,1	215,4	207,2	204,0	197,6
Secteur privé	1 839,6	1 827,4	1 930,4	1 875,4	1 937,8	1 971,6	1 980,9	2 004,6
Titres autres que des actions	636,2	622,6	613,6	621,1	607,2	619,9	546,2	537,6
IFM ≤ 2 ans	242,6	229,8	208,5	224,6	200,9	201,2	183,1	175,9
IFM > 2 ans	121,8	113,4	134,8	116,1	135,1	136,8	105,2	100,8
APU	149,7	159,7	152,1	155,6	151,7	163,2	137,0	139,1
Secteur privé	122,1	119,8	118,3	124,7	119,4	118,7	120,8	121,8
Titres d'OPCVM monétaires	90,3	79,1	52,6	70,6	53,4	54,2	56,7	55,8
Actions et autres participations	297,7	315,5	339,9	328,9	338,3	336,9	309,6	311,7
Autres États de la zone euro	1 006,4	1 034,4	1 020,2	1 079,9	1 040,3	1 041,1	911,6	951,3
Reste du monde	926,0	848,2	962,9	982,1	989,5	1 006,9	955,1	970,7
Non ventilés par zones géographiques	1 260,4	1 247,1	1 278,7	1 416,1	1 229,1	1 235,0	1 253,3	1 287,3
Total	7 710,6	7 656,7	7 830,1	8 164,5	7 873,6	7 905,3	7 675,3	7 814,4
Passif								
Dépôts – Territoire national	3 043,5	3 099,0	3 035,3	3 212,5	3 060,0	3 048,4	3 124,1	3 174,4
IFM	1 605,1	1 571,3	1 423,1	1 643,2	1 454,5	1 420,4	1 446,9	1 489,8
Administration centrale	23,4	28,3	28,7	33,6	29,7	34,9	49,2	34,2
Autres secteurs	1 415,0	1 499,4	1 583,5	1 535,7	1 575,8	1 593,1	1 627,9	1 650,4
Dépôts à vue	434,4	463,1	502,1	475,7	485,5	477,2	488,0	500,0
Dépôts à terme ≤ 2 ans	185,3	131,3	133,4	131,8	131,6	133,2	141,8	136,2
Dépôts à terme > 2 ans	260,9	362,4	377,0	369,6	377,6	396,7	419,3	424,3
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	486,0	501,1	518,8	504,2	527,7	528,5	532,2	537,7
Pensions	48,5	41,5	52,3	54,4	53,4	57,4	46,6	52,2
Dépôts – Autres États de la zone euro	377,6	338,3	380,3	338,2	392,8	395,0	373,9	393,8
IFM	277,6	229,3	220,6	215,8	237,4	233,3	227,1	238,5
Autres secteurs	100,1	109,0	159,7	122,4	155,4	161,7	146,8	155,3
Dépôts – reste du monde	985,3	880,9	968,9	1 011,0	1 005,2	1 005,6	898,5	944,9
Non ventilés par zones géographiques	3 304,1	3 338,6	3 445,6	3 602,8	3 415,5	3 456,3	3 278,8	3 301,3
Titres de créance émis ≤ 2 ans	458,6	381,4	409,8	408,0	413,9	424,2	418,2	409,1
Titres de créance émis > 2 ans	689,3	715,2	754,9	745,8	766,9	774,6	779,9	780,4
Titres d'OPCVM monétaires	483,3	479,2	394,3	462,6	388,1	394,7	387,8	389,8
Capital et réserves	416,1	454,7	476,7	463,9	474,6	475,1	483,5	483,4
Autres	1 256,8	1 308,1	1 409,9	1 522,4	1 372,0	1 387,6	1 209,5	1 238,6
Total	7 710,6	7 656,7	7 830,1	8 164,5	7 873,6	7 905,3	7 675,3	7 814,4

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 ».

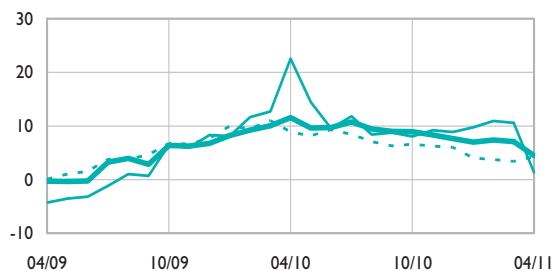
Figure 14
Dépôts – France

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

	2008	2009	2010	2010	2011			
	déc.	déc.	déc.	avril	janv.	fév.	mars	avril
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	447,8	481,1	516,3	478,6	488,6	478,1	494,4	500,6
Ménages et assimilés	243,7	262,4	278,4	269,0	275,7	269,1	273,7	283,0
Sociétés non financières	154,5	167,0	182,5	164,9	164,5	163,2	174,6	171,2
Administrations publiques (hors adm. centrales)	49,6	51,7	55,4	44,7	48,3	45,9	46,0	46,4
Autres agents	33,6	32,6	38,7	37,8	42,4	42,6	35,2	40,6
Total – Encours	481,4	513,7	555,1	516,3	531,0	520,7	529,5	541,2
Total – Taux de croissance	-3,8	6,8	7,6	11,6	7,0	7,4	7,1	4,5
Comptes sur livret								
Livrets A et bleus	164,4	183,4	193,5	186,3	197,4	199,1	200,8	202,6
Comptes épargne-logement	36,7	36,6	36,1	36,3	36,5	36,4	36,3	36,4
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	70,2	69,1	68,0	69,2	68,9	68,7	68,7	69,0
Livrets d'épargne populaire	62,0	58,3	54,4	56,3	53,5	53,0	52,9	53,0
Livrets jeunes	7,4	7,2	7,0	7,0	6,9	6,9	6,9	6,9
Livrets soumis à l'impôt	145,4	146,5	159,8	149,1	164,5	164,5	166,7	169,8
Total – Encours	486,0	501,1	518,8	504,2	527,7	528,5	532,2	537,7
Total – Taux de croissance	11,1	3,1	3,5	-1,3	4,8	5,5	5,8	6,1

Dépôts à vue

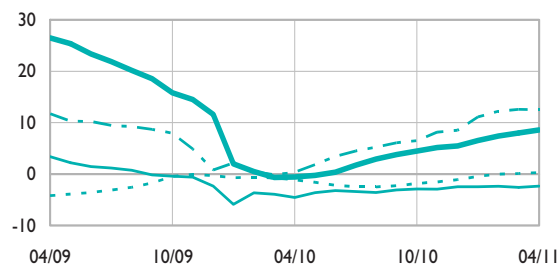
(en taux de croissance annuel)



— Total
- - Sociétés non financières
... CEL
- . Ménages

Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



— Livrets A et bleus
- - Livrets jeunes
... CEL
- . Livrets soumis à l'impôt

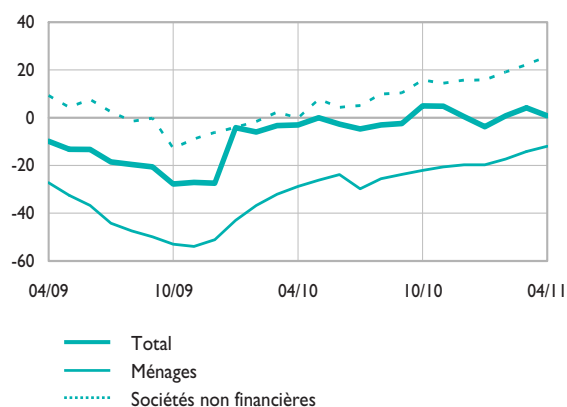
Figure 15
Dépôts à terme – France

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

	2008	2009	2010	2010	2011			
	déc.	déc.	déc.	avril	janv.	fév.	mars	avril
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	121,9	86,1	89,1	83,7	89,8	90,8	99,2	98,1
Ménages et assimilés	62,4	30,4	24,5	29,4	24,5	25,3	29,2	29,1
Sociétés non financières	58,8	55,1	63,9	53,6	64,6	64,8	69,1	68,1
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,8	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9
Autres agents	63,4	45,1	44,2	48,1	41,8	42,4	42,6	38,1
Total – Encours	185,3	131,3	133,4	131,8	131,6	135,2	141,8	136,2
Total – Taux de croissance	45,0	-27,4	0,5	-3,0	-3,8	0,8	4,1	0,8
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	236,5	264,3	282,6	270,4	284,5	286,6	291,1	292,7
Ménages et assimilés	223,2	241,4	248,0	243,7	248,9	249,7	251,5	251,9
PEL	168,7	173,8	182,3	176,2	182,9	183,2	183,3	183,3
PEP	29,3	29,0	26,6	27,8	26,5	26,2	25,8	25,5
Autres	25,1	38,6	39,1	39,8	39,5	40,2	42,4	43,1
Sociétés non financières	13,3	22,5	34,0	26,1	35,0	36,4	38,9	40,0
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,1	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
Autres agents	24,4	98,1	94,4	99,2	93,1	110,1	128,2	131,6
Total – Encours	260,9	362,4	377,0	369,6	377,6	396,7	419,3	424,3
Total – Taux de croissance	-5,9	38,1	3,5	16,7	3,0	2,7	5,7	7,0

Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)

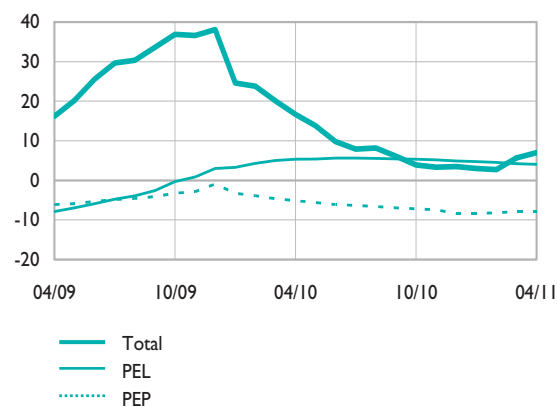
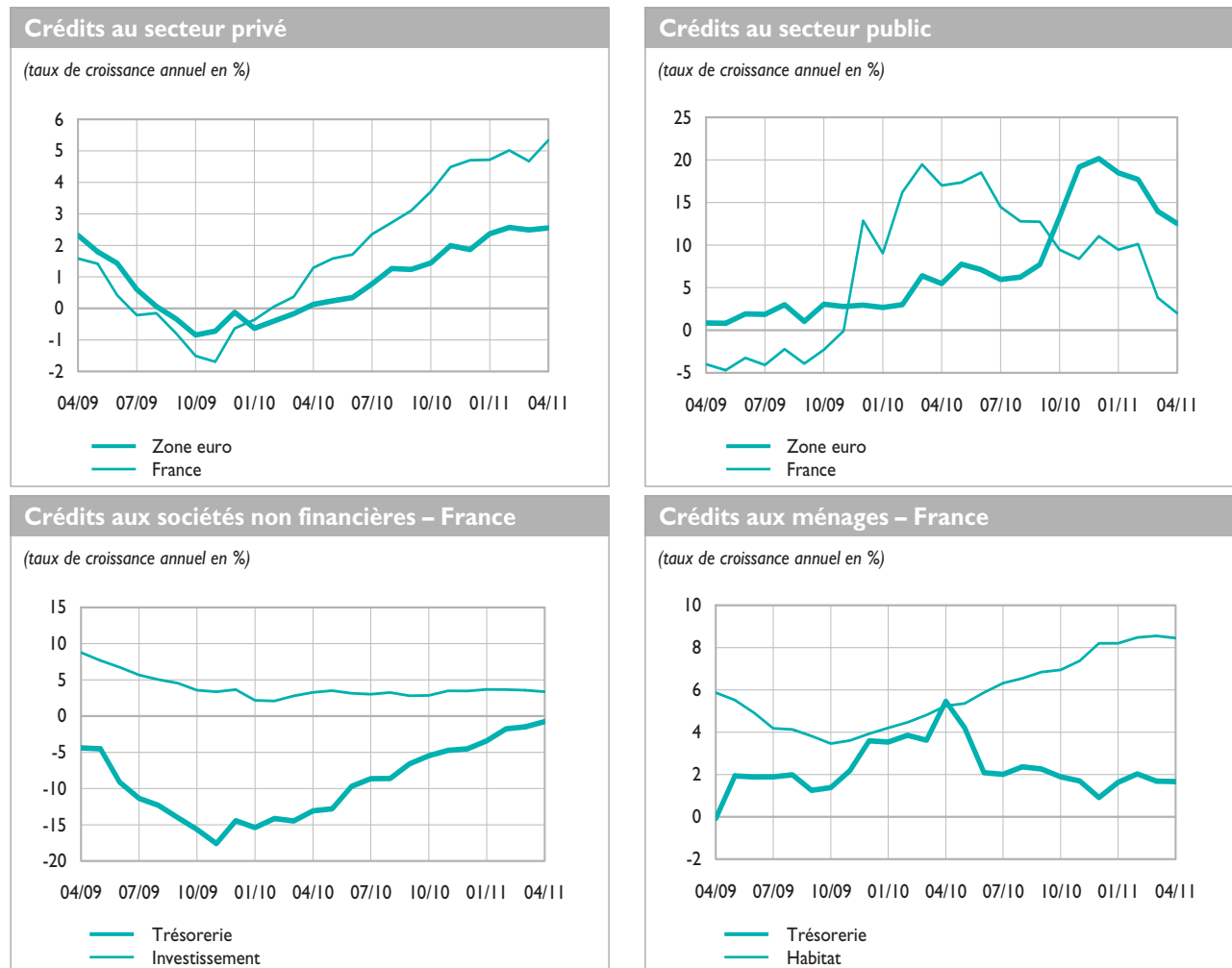


Figure 16
Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance annuel en %)

	2008	2009	2010	2010	2010	2011			
	déc.	déc.	déc.	avril	déc.	janv.	fév.	mars	avril
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 839,8	1 827,5	1 930,6	1 875,5	1 930,6	1 937,9	1 971,7	1 981,1	2 004,8
Administrations publiques	173,8	196,1	217,8	199,1	217,8	215,4	207,2	204,0	197,6
Total – Encours	2 013,5	2 023,6	2 148,4	2 074,6	2 148,4	2 153,4	2 179,0	2 185,0	2 202,4
Secteur privé	6,2	-0,6	4,7	1,3	4,7	4,7	5,0	4,7	5,3
Administrations publiques	3,1	12,8	11,0	17,0	11,0	9,5	10,1	3,8	2,0
Total – Taux de croissance	5,9	0,5	5,3	2,6	5,3	5,2	5,5	4,6	5,0
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	312,6	323,9	335,7	328,1	335,7	335,8	337,1	338,2	336,0
Trésorerie	216,2	184,5	177,9	181,0	177,9	178,4	178,0	176,9	187,2
Autres objets	252,9	260,9	267,2	264,2	267,2	266,8	267,0	274,0	275,0
Total – Encours	781,6	769,3	780,8	773,2	780,8	781,0	782,1	786,2	798,2
Total – Taux de croissance	9,5	-1,2	1,2	-1,1	1,2	1,4	1,7	2,0	2,2
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	710,0	737,6	796,6	747,7	796,6	798,5	802,3	778,0	780,3
Trésorerie	145,5	152,9	154,7	152,0	154,7	153,8	153,8	151,2	151,6
Autres objets	84,7	84,2	87,1	86,2	87,1	87,5	88,2	77,9	78,5
Total – Encours	940,1	974,7	1 038,4	985,9	1 038,4	1 039,7	1 044,3	1 007,1	1 010,5
Total – Taux de croissance	7,3	4,0	6,6	5,4	6,6	6,7	6,9	6,8	6,8

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 22 juin 2011

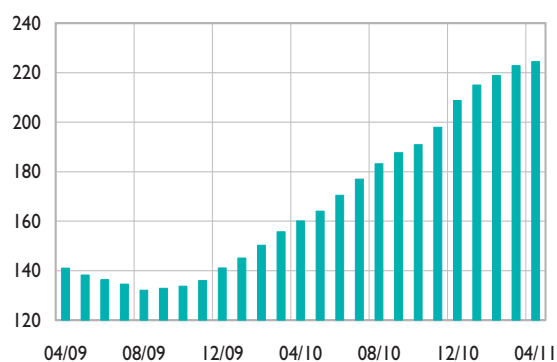
Figure 18
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France

(hors découvert, en cumul sur 12 mois, montants en milliards d'euros)

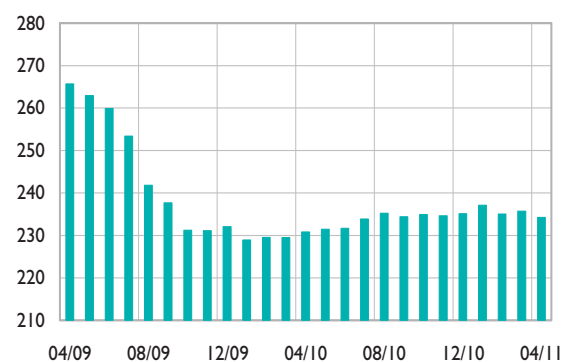
	2010			2011		
	fév.	mars	avril	fév.	mars	avril
Ensemble des contrats nouveaux	379,8	385,2	390,8	453,9	458,5	458,7
Crédits aux ménages	150,3	155,7	160,0	218,8	222,8	224,4
Consommation (hors découvert)	52,2	52,5	52,6	50,9	50,6	50,3
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	11,6	12,5	13,0	18,3	18,4	18,3
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	86,5	90,8	94,5	149,7	153,8	155,8
Crédits aux sociétés non financières	229,5	229,5	230,8	235,0	235,7	234,3
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	152,3	151,1	151,0	155,2	156,2	156,0
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	77,3	78,3	79,8	79,8	79,5	78,3

Ménages

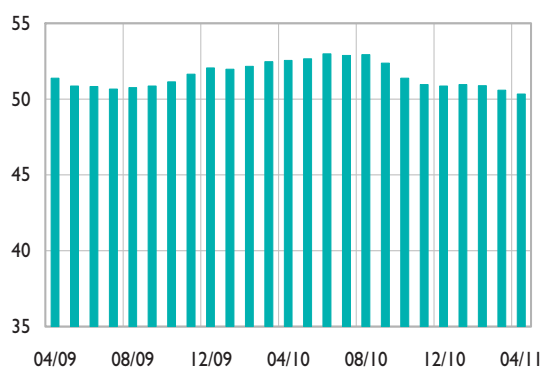
(en milliards d'euros)


Sociétés

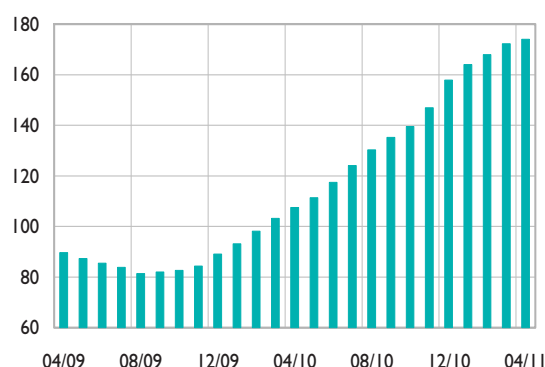
(en milliards d'euros)


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

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
	T4	T1	T2	T3	T4	déc.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	-13,9	-19,4	-4,1	-0,5	-18,2	833,4
<i>dont dépôts inclus dans M3 (a)</i>	-33,1	-20,9	2,3	5,8	-9,7	188,7
Titres de créance à court terme	-14,5	-26,2	-13,3	-2,3	1,0	43,5
Titres de créance à long terme	90,7	104,8	125,6	148,9	148,0	2 489,2
Crédits	13,9	15,1	14,8	15,1	29,5	495,9
Actions et autres participations	172,6	193,6	138,4	101,0	45,3	2 377,5
<i>dont actions cotées</i>	-68,3	-75,4	-72,7	3,0	0,5	443,3
Actifs nets résiduels	7,9	23,5	12,6	14,3	9,2	288,3
Financements						
Titres de créance	5,0	3,2	4,4	1,2	0,1	40,7
Crédits	-26,3	-17,3	-9,2	10,7	7,2	262,5
Actions et autres participations	3,2	2,5	2,5	2,9	2,7	458,2
Provisions techniques d'assurance	251,6	291,5	281,5	274,3	248,9	5 932,2
<i>Assurance-vie</i>	240,1	272,9	265,7	260,1	232,5	5 093,0
<i>Assurance-dommages</i>	11,6	18,6	15,8	14,2	16,3	839,2
Solde des créances et dettes (B9B)	23,1	11,6	-5,1	-12,5	-44,1	

(en milliards d'euros)

France						
	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2009		2010			2010
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	-0,7	-0,9	-0,8	0,7	-0,9	22,0
<i>dont dépôts inclus dans M3 (a)</i>	-1,4	-1,4	-0,6	1,2	1,8	11,7
Titres de créance à court terme	40,5	60,8	50,1	35,5	43,9	388,3
Titres de créance à long terme	19,3	23,1	51,5	56,4	64,6	782,7
Crédits	3,1	2,7	3,1	2,4	1,8	41,8
Actions et autres participations	-5,7	-12,4	-5,4	9,1	6,5	669,9
<i>dont actions cotées</i>	-5,0	-0,8	1,3	-1,9	1,0	74,9
Actifs nets résiduels	1,5	4,3	9,2	8,7	4,6	31,6
Financements						
Titres de créance	3,1	-2,0	-1,1	3,2	4,5	36,9
Crédits	-1,5	-12,1	-13,5	-13,1	-1,9	72,6
Actions et autres participations	2,2	3,8	4,6	4,3	3,5	139,2
Provisions techniques d'assurance	74,7	92,9	108,4	103,7	104,1	1 585,9
<i>Assurance-vie</i>	71,3	88,4	103,6	99,1	99,8	1 430,9
<i>Assurance-dommages</i>	3,3	4,4	4,8	4,7	4,2	155,0
Solde des créances et dettes (B9B)	-20,6	-4,9	9,2	14,7	10,4	

(a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des assurances auprès des IFM et des administrations centrales

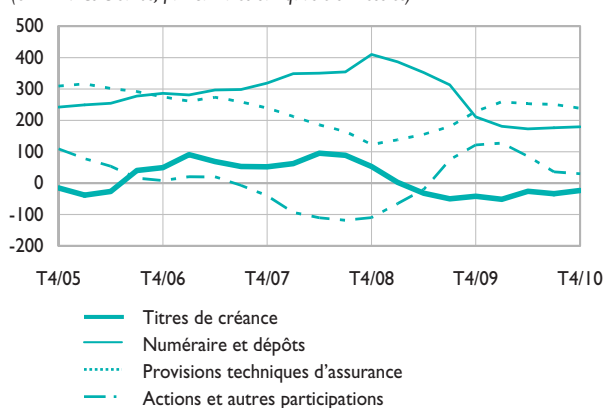
Figure 20
Placements et financements des ménages – Zone euro

(en milliards d'euros)

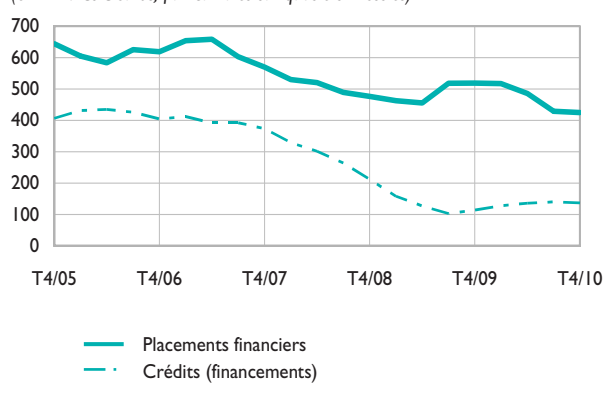
	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2009	2010				2010
	T4	T1	T2	T3	T4	déc.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	210,8	181,3	172,8	176,0	179,5	6 623,7
<i>dont dépôts inclus dans M3 (a)</i>	92,9	33,0	29,2	55,6	85,4	5 017,9
Titres de créance à court terme	-73,5	-64,6	-49,6	-21,0	-10,5	33,4
Titres de créance à long terme	31,6	13,5	23,7	-12,9	-12,5	1 372,4
Actions et autres participations	121,8	127,5	85,7	35,8	29,7	4 535,2
Actions cotées	38,3	41,0	23,3	3,4	17,5	811,4
Actions non cotées et autres participations	71,7	78,5	75,3	56,7	42,5	2 283,1
Titres d'OPCVM	11,7	8,0	-12,9	-24,2	-30,2	1 440,7
<i>dont titres d'OPCVM monétaires</i>	-47,7	-83,7	-83,9	-95,5	-54,3	190,1
Provisions techniques d'assurance	228,3	259,3	252,9	250,6	238,9	5 705,9
Actifs nets résiduels	8,0	9,1	4,4	21,8	15,3	22,2
Financements						
Crédits	114,2	128,3	135,9	140,3	136,9	6 048,9
<i>dont crédits des IFM de la zone euro</i>	65,2	107,8	136,0	135,1	147,6	5 205,6
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	234,0	509,6	168,8	50,4	184,2	
Provisions techniques d'assurance	176,4	265,0	171,2	113,3	69,0	
Autres flux	75,3	113,9	75,5	31,1	-54,4	
Variation de la valeur financière nette	898,5	1 286,3	769,5	504,9	502,2	

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

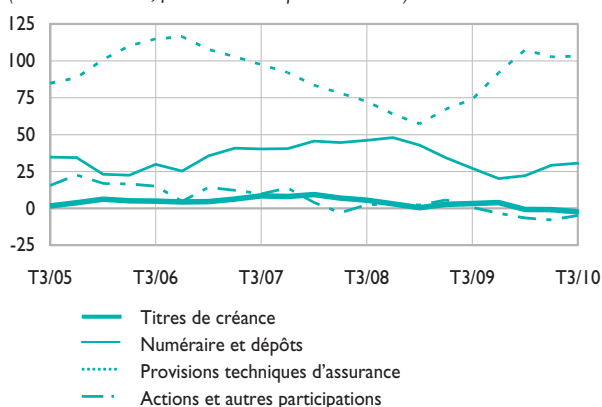
Figure 21
Placements et financements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2009		2010			2010
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	27,2	20,2	22,1	29,3	30,7	1 141,1
<i>dont dépôts inclus dans M3 (a)</i>	17,1	2,8	6,1	14,5	19,1	846,6
Titres de créance à court terme	-0,4	-0,5	-1,8	-1,5	-1,1	11,7
Titres de créance à long terme	3,6	4,4	1,0	0,6	-1,2	47,4
Actions et autres participations	0,7	-3,4	-6,5	-7,8	-4,9	939,1
Actions cotées	5,6	2,8	-0,9	0,5	0,3	150,7
Actions non cotées et autres participations	8,2	7,7	9,4	8,3	14,6	502,7
Titres d'OPCVM	-13,1	-13,9	-15,1	-16,6	-19,8	285,7
<i>dont titres d'OPCVM monétaires</i>	-6,7	-15,5	-19,5	-19,5	-20,1	39,9
Provisions techniques d'assurance	73,9	91,9	107,4	102,8	103,2	1 560,6
Actifs nets résiduels	11,0	14,6	-4,5	0,5	11,0	-41,8
Financements						
Crédits	30,6	36,5	44,5	47,9	51,9	1 057,5
<i>dont crédits des IFM résidentes</i>	17,4	32,3	38,5	49,0	56,9	1 004,5
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	0,6	109,4	174,3	79,7	21,9	
Provisions techniques d'assurance	4,0	25,3	37,0	12,8	1,8	
Autres flux	12,4	-1,0	5,1	9,3	14,2	
Variation de la valeur financière nette	102,4	224,6	289,7	177,9	123,6	

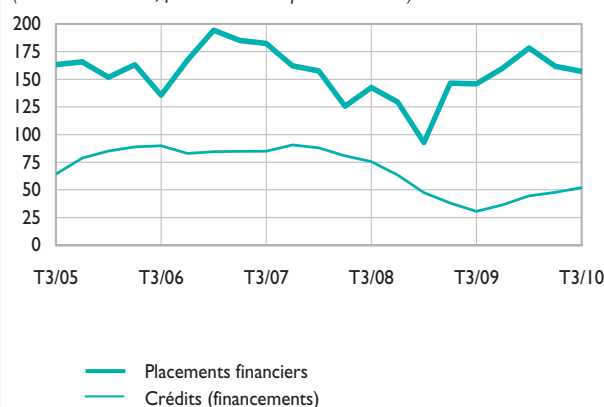
Flux de placements financiers

(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

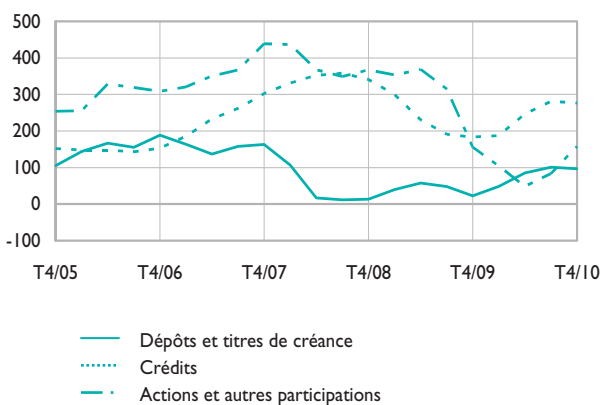
Figure 22
Placements et financements des sociétés non financières – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2009	2010				2010
	T4	T1	T2	T3	T4	déc.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	90,5	88,4	48,8	42,4	53,1	1 794,0
<i>dont dépôts inclus dans M3 (a)</i>	76,4	88,8	51,0	46,4	68,6	1 585,9
Titres de créance	-67,9	-39,9	36,3	58,2	43,3	401,2
Crédits	183,4	187,6	246,3	281,0	276,7	3 315,7
Actions et autres participations	155,3	103,5	48,1	83,2	157,5	7 856,6
Provisions techniques d'assurance	4,7	5,2	4,5	4,0	3,3	175,4
Actifs nets résiduels	10,8	102,7	26,6	36,2	-45,3	-33,4
Financements						
Endettement	165,0	181,4	177,8	255,4	241,4	9 842,5
Crédits	77,7	75,4	91,5	183,0	171,2	8 625,2
<i>dont crédits des IFM de la zone euro</i>	-106,8	-114,6	-85,8	-30,2	-7,8	4 668,1
Titres de créance	84,5	103,1	83,4	69,5	63,5	879,1
Réserves de fonds de pension	2,9	3,0	3,0	3,0	6,7	338,2
Actions et autres participations	240,2	240,6	204,0	206,6	239,4	13 024,5
<i>Actions cotées</i>	67,0	67,3	47,4	37,2	31,3	3 813,3
<i>Actions non cotées et autres participations</i>	173,1	173,3	156,7	169,4	208,1	9 211,1
Solde des créances et dettes (B9B)	-28,5	25,5	28,8	42,9	7,7	

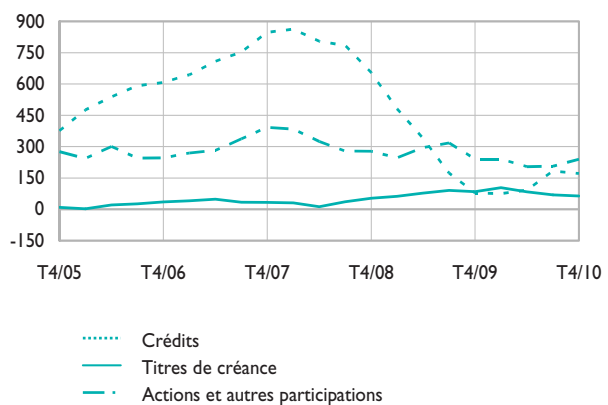
Flux de placements financiers

(en milliards d'euros, flux cumulés sur quatre trimestres)



Flux de financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur quatre trimestres)



(a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des SNF auprès des IFM et des administrations centrales

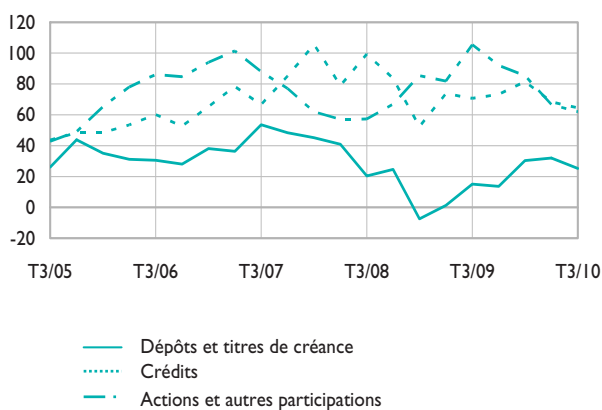
Figure 23
Placements et financements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2009		2010			2010
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	22,8	24,0	27,9	24,1	20,6	324,3
<i>dont dépôts inclus dans M3 (a)</i>	5,8	11,4	20,8	19,5	20,9	236,3
Titres de créance	-7,7	-10,4	2,5	7,8	4,6	107,5
Crédits	70,6	73,2	81,4	68,4	64,5	896,9
Actions et autres participations	105,4	91,9	85,4	66,5	62,0	2 798,7
Provisions techniques d'assurance	0,6	0,8	0,8	0,7	0,6	20,2
Actifs nets résiduels	-14,6	-14,9	-17,5	-19,0	3,2	95,5
Financements						
Endettement	93,0	78,1	78,2	63,0	74,8	2 105,9
Crédits	33,9	27,0	26,1	26,1	43,6	1 704,5
<i>dont crédits des IFM résidentes</i>	-2,9	-9,8	-13,1	-0,5	7,4	776,0
Titres de créance	59,1	51,0	52,1	37,0	31,2	401,3
Actions et autres participations	113,4	105,5	106,2	100,7	101,5	4 013,4
<i>Actions cotées</i>	16,8	19,2	19,8	11,1	10,9	1 088,5
<i>Actions non cotées et autres participations</i>	96,6	86,3	86,3	89,6	90,6	2 925,0
Solde des créances et dettes (B9B)	-29,2	-19,1	-4,0	-15,2	-20,8	

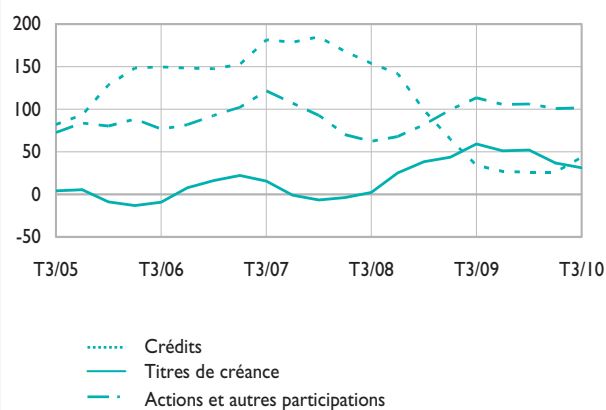
Flux de placements financiers

(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

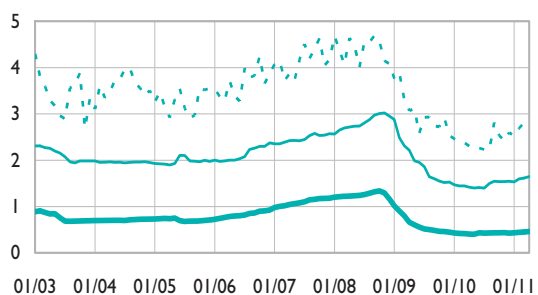
Figure 24
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2009	2010	2010	2010	2011			
	déc.	déc.	avril	déc.	janv.	fév.	mars	avril
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,45	0,43	0,41	0,43	0,43	0,44	0,45	0,46
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,53	1,55	1,42	1,55	1,53	1,60	1,61	1,65
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	2,54	2,60	2,30	2,60	2,52	2,69	2,81	2,93
France								
Livret A (fin de période)	1,25	1,75	1,25	1,75	1,75	2,00	2,00	2,00
Livrets à taux réglementés	1,28	1,78	1,28	1,78	1,77	2,00	2,00	2,00
Livrets à taux de marché	1,37	1,66	1,31	1,66	1,61	1,76	1,73	1,79
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,39	2,18	2,20	2,18	2,11	2,16	2,24	2,27
Dépôts à terme > 2 ans	3,41	3,09	3,27	3,09	3,11	3,14	3,09	3,11

Zone euro

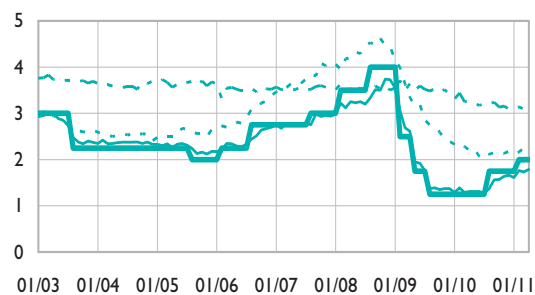
(taux mensuels moyens en %)



- Dépôts à vue des ménages
- - - Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois
- Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans

France

(taux mensuels moyens en %)

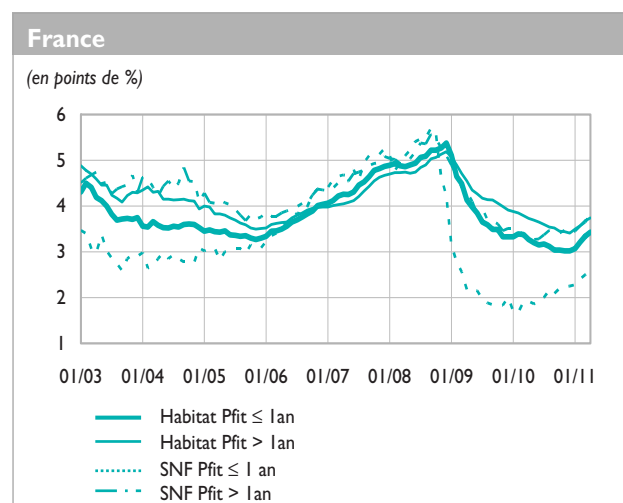
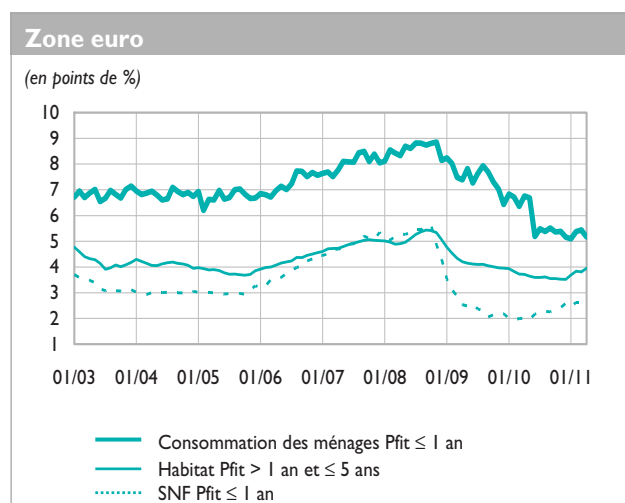


- Livret A
- - - Livrets à taux du marché
- Dépôts à terme ≤ 2 ans
- . - . Dépôts à terme > 2 ans

Figure 25
Coût du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2010								2011			
	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	6,69	5,18	5,48	5,38	5,52	5,36	5,39	5,16	5,09	5,38	5,44	5,17
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	3,64	3,59	3,60	3,62	3,56	3,55	3,53	3,52	3,69	3,83	3,82	3,95
SNF > EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an (a)	1,96	2,17	2,25	2,28	2,26	2,32	2,42	2,59	2,45	2,62	2,63	2,80
France												
Consommation des ménages	6,20	6,18	6,13	6,08	5,96	5,78	5,79	5,75	5,95	6,05	6,08	6,15
Habitat												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,20	3,15	3,17	3,12	3,04	3,04	3,02	3,02	3,07	3,21	3,34	3,43
Pfit > 1 an (a)	3,69	3,65	3,60	3,54	3,52	3,45	3,44	3,41	3,50	3,57	3,68	3,74
SNF												
Pfit ≤ 1 an (a)	1,86	1,89	2,00	2,17	2,09	2,20	2,23	2,25	2,28	2,40	2,50	2,58
Pfit > 1 an (a)	3,27	3,28	3,37	3,47	3,42	3,41	3,47	3,40	3,45	3,56	3,65	3,81



(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période pendant laquelle le taux d'un contrat est fixe. Elle égale la durée du crédit lorsque le taux est fixe.

Pfit ≤ un an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an.

Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an

Figure 26
Coût du crédit – France

(en %)

	2010				2011
	T1	T2	T3	T4	T1
Crédit aux particuliers – Taux effectif global moyen					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	14,59	14,45	14,49	14,75	14,65
Prêts personnels > 1 524 €	6,64	6,46	6,11	5,83	6,02
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	4,72	4,57	4,20	4,13	4,21
Prêts à taux variable	4,29	4,01	3,79	3,72	3,76
Seuils applicables à partir du 1^{er} jour de la période indiquée					
	2010			2011	
	avril	juil.	oct.	janv.	avril
Crédit aux particuliers – Taux de l'usure					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	19,45	19,27	19,32	19,67	19,53
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	8,85	8,61	8,15	7,77	8,03
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	6,29	6,09	5,60	5,51	5,61
Prêts à taux variable	5,72	5,35	5,05	4,96	5,01
Crédit aux entreprises					
	2010				2011
	T1	T2	T3	T4	T1
Escompte					
≤ 15 245 €	1,74	1,75	2,01	2,64	2,85
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	2,84	2,36	2,51	2,62	2,93
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	2,57	2,56	2,57	2,58	2,80
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	2,49	2,12	2,29	2,50	2,80
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,95	1,97	2,05	2,21	2,32
> 1 524 490 €	1,22	1,29	1,63	1,86	1,86
Découvert					
≤ 15 245 €	9,76	9,69	10,03	10,14	10,49
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	6,85	6,78	7,45	7,47	7,71
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,37	4,22	4,64	4,79	5,10
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,03	2,83	3,09	2,87	3,14
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,93	1,88	2,13	1,83	2,11
> 1 524 490 €	1,27	1,38	1,73	1,37	1,69
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	3,60	3,41	3,61	3,70	3,73
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,39	3,25	3,32	3,45	3,48
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	3,12	2,98	3,00	3,09	3,29
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	2,52	2,39	2,47	2,67	2,69
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,85	1,75	1,87	2,02	2,07
> 1 524 490 €	1,46	1,49	1,69	1,74	1,82
Crédits à moyen et long termes					
≤ 15 245 €	3,37	3,78	3,54	3,49	3,58
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,27	3,52	3,40	3,41	3,47
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	3,56	3,54	3,36	3,31	3,34
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,64	3,58	3,33	3,38	3,39
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,36	3,31	3,06	3,18	3,20
> 1 524 490 €	2,58	2,73	2,64	2,69	2,80

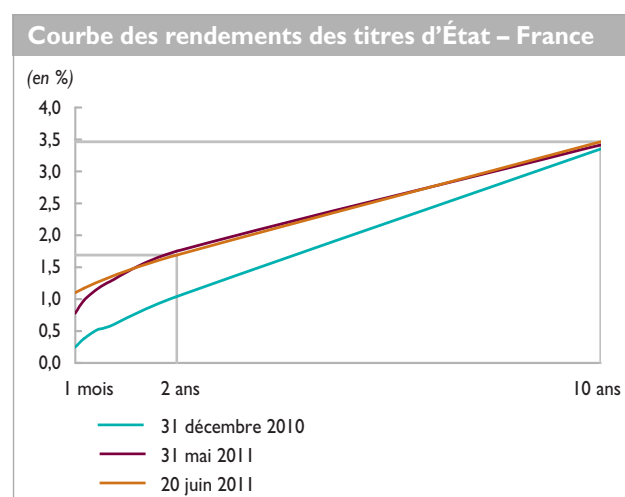
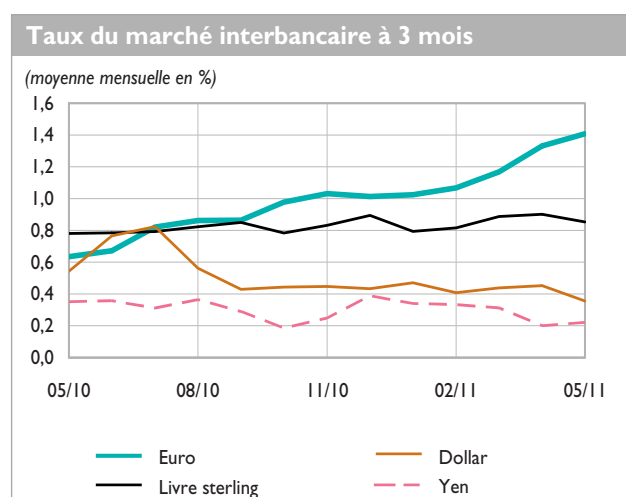
Source : Banque de France

Réalisé le 22 juin 2011

Figure 27
Taux d'intérêt

(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 20/06/11
	2010					2011					
	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											1,25
Au jour le jour	0,39	0,45	0,69	0,57	0,51	0,64	0,68	0,63	0,98	1,02	
À 3 mois	0,86	0,86	0,98	1,03	1,01	1,02	1,07	1,17	1,33	1,41	
À 1 an	1,39	1,33	1,43	1,43	1,48	1,47	1,71	1,94	2,12	2,13	
Livre sterling											0,50
Au jour le jour	0,48	0,56	0,56	0,53	0,52	0,52	0,53	0,53	0,55	0,54	
À 3 mois	0,82	0,85	0,78	0,83	0,89	0,79	0,82	0,89	0,90	0,85	
À 1 an	1,56	1,51	1,48	1,50	1,72	1,56	1,63	1,65	1,59	1,53	
Dollar											0,25
Au jour le jour	0,23	0,21	0,23	0,23	0,24	0,24	0,24	0,21	0,16	0,15	
À 3 mois	0,56	0,43	0,44	0,45	0,43	0,47	0,41	0,44	0,45	0,36	
À 1 an	1,09	1,06	0,94	0,94	1,05	1,03	0,96	0,95	0,92	0,85	
Yen											0,10
Au jour le jour	0,10	0,11	0,11	0,11	0,13	0,12	0,10	0,10	0,11	0,11	
À 3 mois	0,36	0,29	0,19	0,25	0,39	0,34	0,33	0,31	0,20	0,22	
À 1 an	0,70	0,61	0,48	0,49	0,62	0,55	0,47	0,49	0,45	0,50	
Taux des emprunts phares à 10 ans											
France	2,68	2,68	2,72	3,00	3,34	3,44	3,60	3,61	3,69	3,49	
Allemagne	2,37	2,34	2,38	2,56	2,96	3,06	3,23	3,25	3,35	3,11	
Zone euro	3,44	3,50	3,34	3,73	4,07	3,94	4,48	4,49	4,66	4,37	
Royaume-Uni	3,07	3,02	2,97	3,20	3,50	3,61	3,78	3,64	3,65	3,37	
États-Unis	2,70	2,66	2,52	2,76	3,30	3,40	3,60	3,43	3,46	3,19	
Japon	0,98	1,07	0,89	1,05	1,19	1,22	1,29	1,25	1,27	1,15	



(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

Figure 28
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 13 avril au 10 mai 2011)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	566,6	99,5	467,1
Opération principale de refinancement	109,2		109,2
Opération de refinancement à plus long terme	320,5		320,5
Facilités permanentes	0,4	22,8	-22,4
Autres opérations	136,6	76,8	59,9
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	637,5	895,2	-257,7
Billets en circulation		833,9	-833,9
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		61,3	-61,3
Réserves nettes de change (y compris l'or)	525,9		525,9
Autres facteurs (net)	111,6		111,6
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			209,5
dont réserves obligatoires			208,3

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 13 avril au 10 mai 2011)

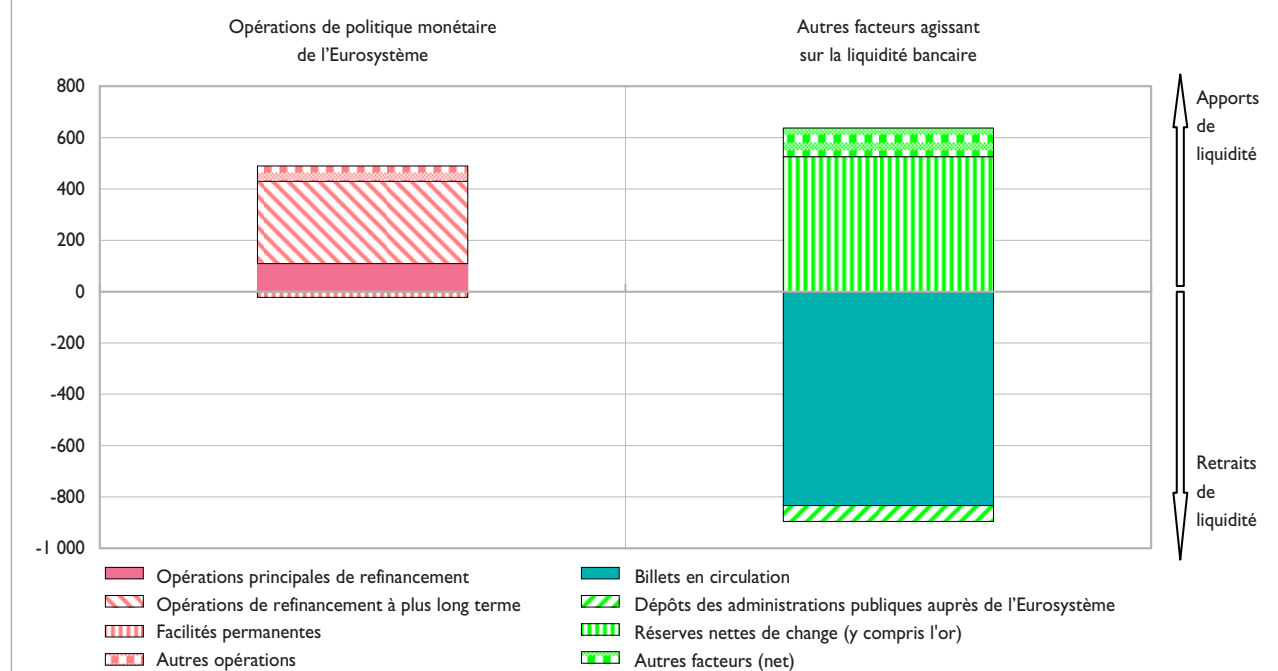


Figure 29
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

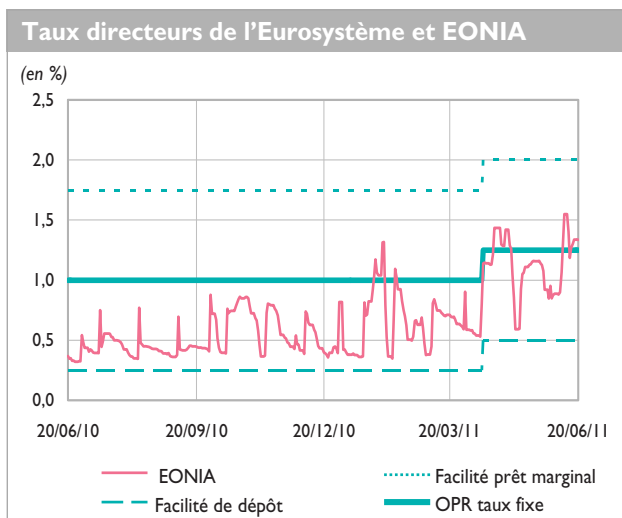
Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux fixe	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
02/04/09	08/04/09	1,25	02/04/09	08/04/09	0,25	2,25
07/05/09	13/05/09	1,00	07/05/09	13/05/09	0,25	1,75
07/04/11	13/04/11	1,25	07/04/11	13/04/11	0,50	2,00

(en %)

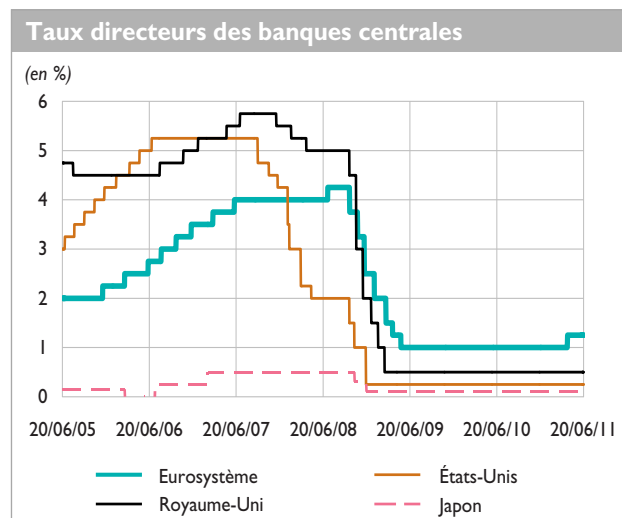
Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2011	10 mai (a)	1,25	1,25	2011	24 février	1,00
	18 mai	1,25	1,25		9 mars	1,00
	25 mai	1,25	1,25		13 avril	1,25
	1 juin	1,25	1,25		28 avril	1,25
	8 juin	1,25	1,25		11 mai	1,25
	15 juin	1,25	1,25		26 mai	1,25

(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 7 décembre	211,77	40,74	212,50	40,89	0,73	0,15	1,00	
2011 18 janvier	210,54	41,01	212,37	41,20	1,83	0,19	1,00	
8 février	212,29	41,72	213,57	41,94	1,28	0,22	1,00	
8 mars	211,63	41,74	212,92	41,97	1,29	0,23	1,00	
12 avril	209,32	41,03	210,46	41,18	1,14	0,15	1,00	
10 mai	208,27	40,82	209,47	40,99	1,20	0,17	1,25	



(a) Appel d'offres à taux fixe



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

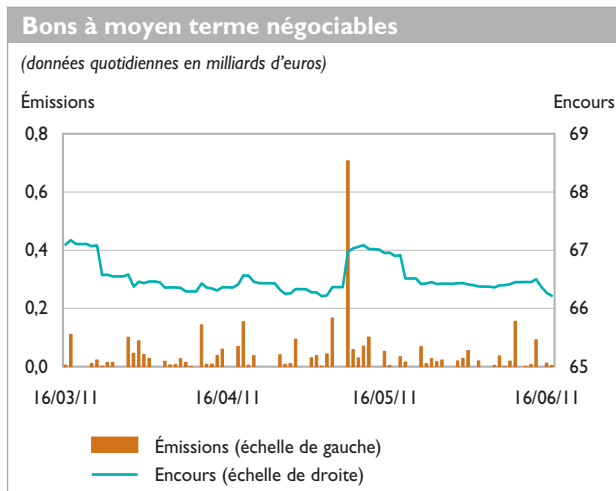
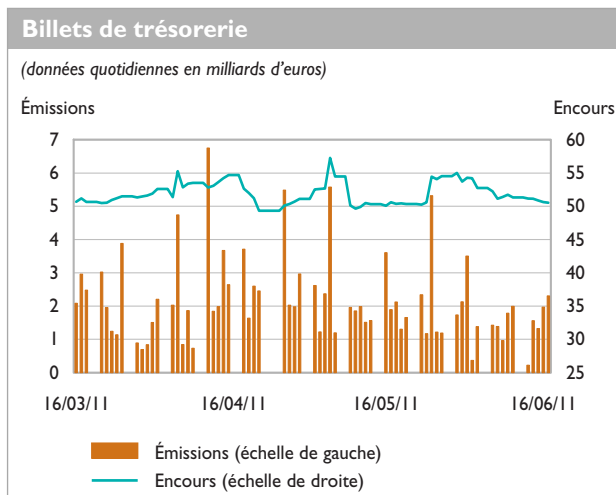
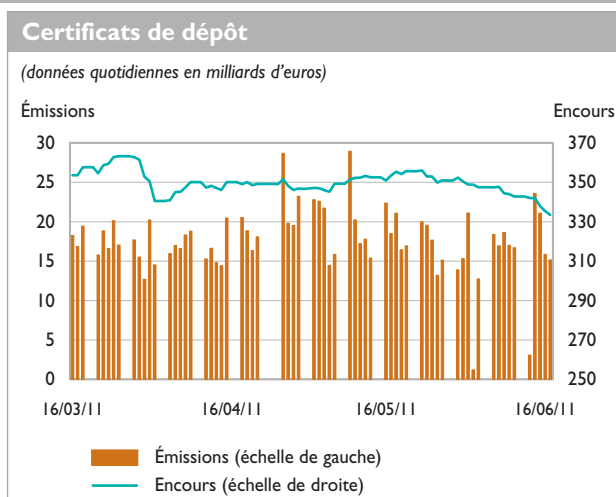
Réalisé le 22 juin 2011

Figure 30
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
	19/03/11 au 25/03/11	88,44	
26/03/11 au 01/04/11	80,67	340,54	183
02/04/11 au 08/04/11	86,67	350,11	182
09/04/11 au 15/04/11	81,64	350,09	180
16/04/11 au 22/04/11	73,81	349,20	179
23/04/11 au 29/04/11	91,25	346,80	179
30/04/11 au 06/05/11	97,53	349,36	179
07/05/11 au 13/05/11	99,61	352,60	179
14/05/11 au 20/05/11	95,32	355,69	178
21/05/11 au 27/05/11	85,61	351,01	179
28/05/11 au 03/06/11	64,26	347,54	179
04/06/11 au 10/06/11	87,71	342,81	179
11/06/11 au 17/06/11	78,81	333,43	178

Billets de trésorerie	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
	19/03/11 au 25/03/11	11,25	
26/03/11 au 01/04/11	6,14	52,62	83
02/04/11 au 08/04/11	10,21	53,52	83
09/04/11 au 15/04/11	16,90	54,70	83
16/04/11 au 22/04/11	10,41	49,32	78
23/04/11 au 29/04/11	12,46	51,11	80
30/04/11 au 06/05/11	13,00	54,49	87
07/05/11 au 13/05/11	8,88	50,30	86
14/05/11 au 20/05/11	10,58	50,33	85
21/05/11 au 27/05/11	11,23	54,53	85
28/05/11 au 03/06/11	9,12	52,74	85
04/06/11 au 10/06/11	7,56	51,32	88
11/06/11 au 17/06/11	7,38	50,54	89

Bons à moyen terme négociables	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
	19/03/11 au 25/03/11	0,07	
26/03/11 au 01/04/11	0,31	66,46	124
02/04/11 au 08/04/11	0,08	66,29	124
09/04/11 au 15/04/11	0,26	66,37	124
16/04/11 au 22/04/11	0,27	66,44	124
23/04/11 au 29/04/11	0,16	66,33	123
30/04/11 au 06/05/11	0,28	66,37	123
07/05/11 au 13/05/11	0,97	67,02	123
14/05/11 au 20/05/11	0,11	66,51	123
21/05/11 au 27/05/11	0,15	66,43	124
28/05/11 au 03/06/11	0,12	66,38	124
04/06/11 au 10/06/11	0,22	66,45	124
11/06/11 au 17/06/11	0,12	66,22	124



(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 22 juin 2011

Figure 3 I
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



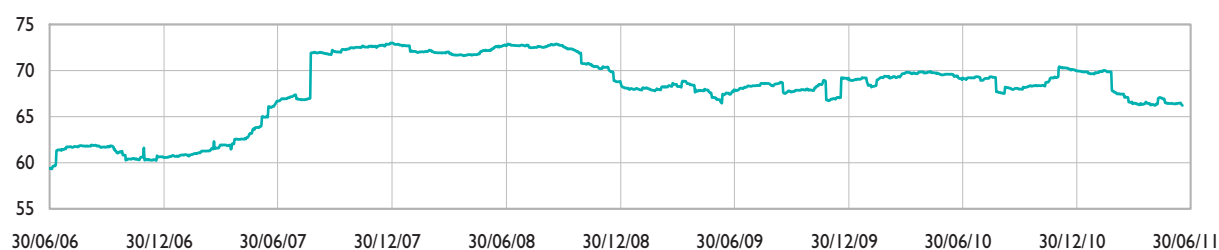
Billets de trésorerie

(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 22 juin 2011

Figure 32
Titres d'OPCVM – France

(en milliards d'euros)

	2010			2011
	juin	sept.	déc.	avril
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	428,05	419,66	394,34	389,75
OPCVM obligations	201,27	205,59	203,01	
OPCVM actions	247,01	258,75	279,00	
OPCVM diversifiés	257,30	262,95	264,76	
OPCVM de fonds alternatifs	16,48	15,77	15,93	
OPCVM garantis	0,01	0,01	0,01	
Fonds à formule	64,89	63,71	62,41	

Actif net des OPCVM monétaires

(en milliards d'euros)

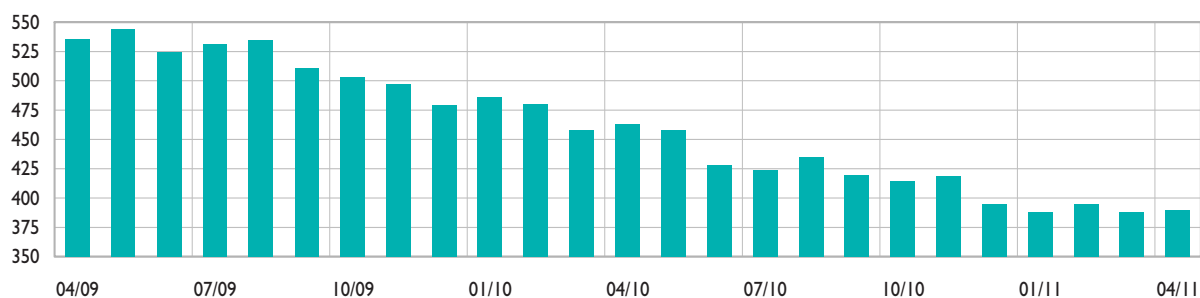


Figure 33
Émissions de titres de dette et d'actions cotées par les résidents français

(en milliards d'euros)

	Encours (a)		Émissions nettes (b)			
	2010	2011	Cumul 12 mois	2011		
	avril (c)	avril (c)		fév. (c)	mars (c)	avril (c)
Titres de dette des résidents français						
Total	3 010,8	3 171,1	175,8	6,4	35,9	-1,0
Sociétés non financières	363,0	382,1	21,1	-0,1	2,7	1,0
<i>court terme (≤ 1 an)</i>	22,9	21,2	-1,7	0,0	0,2	0,8
<i>long terme (> 1 an)</i>	340,1	360,9	22,8	-0,1	2,5	0,2
Administrations publiques	1 298,7	1 405,4	110,3	4,7	25,9	2,9
<i>court terme (≤ 1 an)</i>	232,1	222,4	-8,2	-10,8	11,0	-3,2
<i>long terme (> 1 an)</i>	1 066,6	1 183,0	118,5	15,5	14,9	6,1
Institutions financières monétaires	1 122,6	1 153,5	38,0	10,2	-4,5	-5,2
<i>court terme (≤ 1 an)</i>	314,7	296,3	-18,4	1,5	-2,3	-13,1
<i>long terme (> 1 an)</i>	807,9	857,2	56,4	8,8	-2,2	7,9
Institutions financières non monétaires (d)	226,5	230,1	6,5	-8,4	11,7	0,4

(en milliards d'euros)

	Encours (e)		Émissions nettes (b)			Émissions brutes (f)	Rachats (f)
	2010	2011	Cumul 12 mois	2011		Cumul 12 mois	Cumul 12 mois
	avril	avril		mars	avril		
Actions françaises cotées							
Total	1 294,7	1 411,8	7,3	0,6	0,2	13,2	6,0
Sociétés non financières	1 102,8	1 209,1	5,1	0,5	-0,4	11,0	5,9
Institutions financières monétaires	137,9	147,0	1,7	0,2	0,5	1,8	0,0
Institutions financières non monétaires	54,0	55,6	0,4	-0,1	0,1	0,4	0,0

(a) L'encours des titres de dette est exprimé en valeur nominale.

(b) Les chiffres mensuels sont corrigés des variations saisonnières. Le cumul sur 12 mois est donné en brut.

(c) Données éventuellement révisées

(d) Y compris parts émises par les FCC

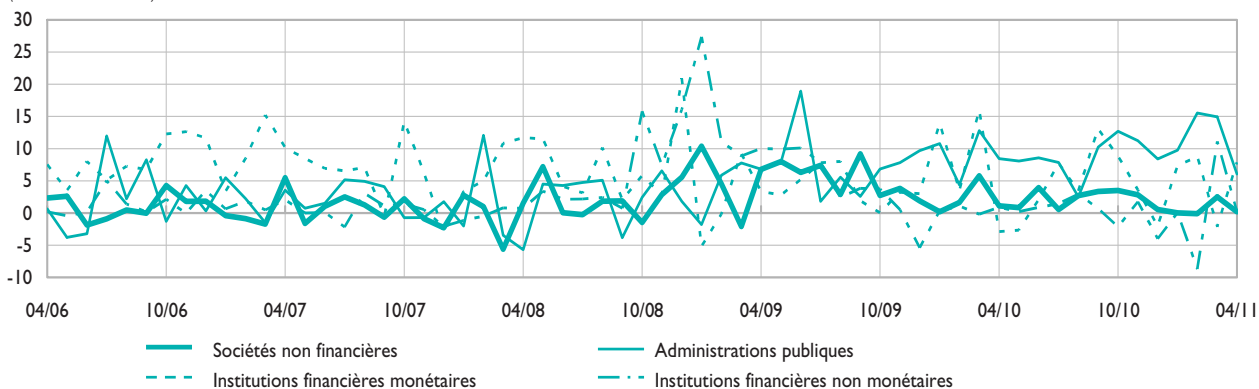
(e) L'encours des actions cotées est valorisé au prix de marché.

(f) Données non cvs

Figure 34
Émissions de titres de dette et d'actions cotées des résidents français par secteur émetteur

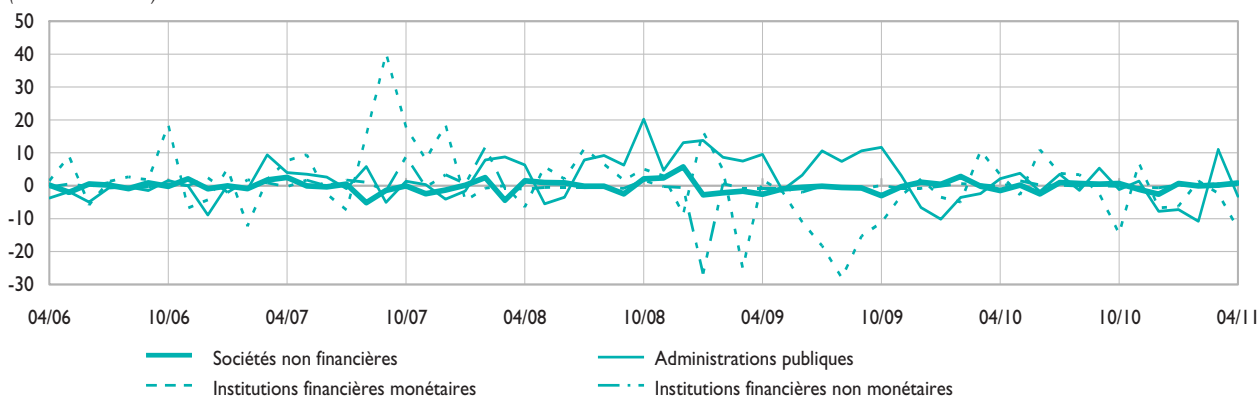
Émissions nettes de titres de dette à long terme des résidents français, désaisonnalisées

(en milliards d'euros)



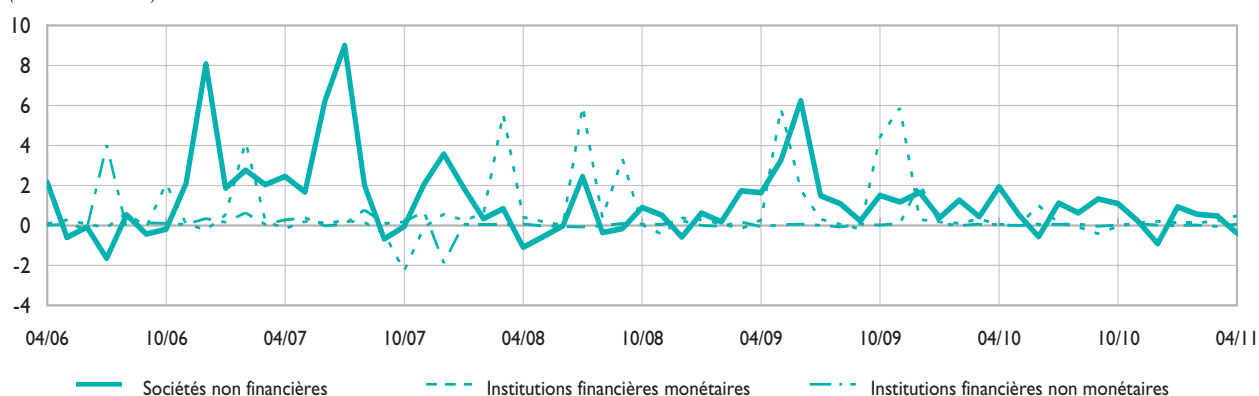
Émissions nettes de titres de dette à court terme des résidents français, désaisonnalisées

(en milliards d'euros)



Émissions nettes d'actions cotées des résidents français, désaisonnalisées

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 22 juin 2011

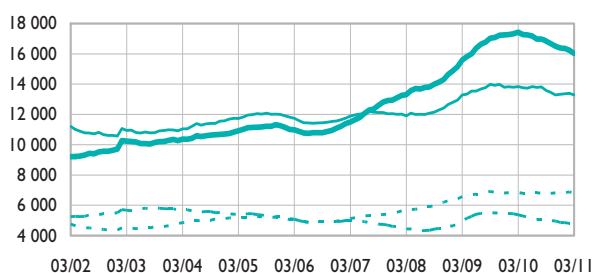
Figure 35
État des défaillances d'entreprises par secteur – France

(en nombre d'entreprises, données brutes, cumul 12 mois)

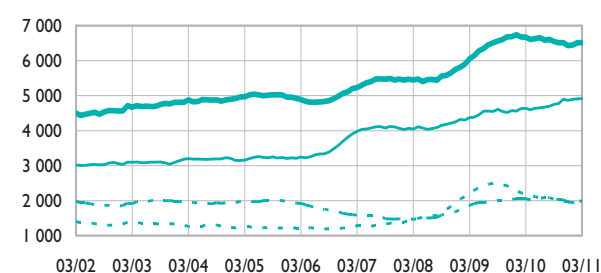
	2010										2011		
	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
Agriculture, sylviculture, pêche (AZ)	1 380	1 360	1 364	1 357	1 355	1 353	1 357	1 338	1 329	1 305	1 259	1 249	1 250
Industrie (BE)	5 367	5 286	5 246	5 174	5 082	5 074	5 025	4 996	4 966	4 872	4 853	4 804	4 786
Construction (FZ)	17 421	17 275	17 245	17 180	16 981	16 980	16 843	16 667	16 537	16 369	16 357	16 234	16 016
Commerce et réparation auto (G)	13 842	13 761	13 736	13 837	13 787	13 818	13 587	13 458	13 286	13 324	13 360	13 392	13 288
Transports et entreposage (H)	2 052	2 023	2 043	2 065	2 087	2 091	2 048	2 035	2 019	1 959	1 950	1 910	1 865
Hébergement et restauration (I)	6 856	6 794	6 776	6 828	6 825	6 812	6 768	6 790	6 819	6 758	6 819	6 879	6 777
Information et communication (JZ)	1 690	1 660	1 683	1 688	1 656	1 653	1 644	1 636	1 645	1 607	1 596	1 577	1 612
Activités financières et d'assurance (KZ)	1 097	1 089	1 088	1 100	1 105	1 100	1 081	1 064	1 054	1 062	1 060	1 075	1 092
Activités immobilières (LZ)	2 209	2 143	2 111	2 076	2 081	2 078	2 042	2 007	1 970	1 978	1 976	2 003	1 977
Soutien aux entreprises (MN)	6 668	6 604	6 629	6 659	6 583	6 611	6 550	6 511	6 517	6 432	6 449	6 512	6 518
Enseignement, santé humaine, action sociale et services aux ménages (P à S)	4 638	4 598	4 640	4 653	4 673	4 695	4 752	4 771	4 894	4 865	4 896	4 904	4 922
Secteur inconnu	107	104	104	104	106	105	99	99	93	93	93	91	88
Total des secteurs	63 327	62 697	62 665	62 721	62 321	62 370	61 796	61 372	61 129	60 624	60 668	60 630	60 191

Défaillances d'entreprises en cumul 12 mois

(en nombre d'entreprises, données brutes)



(en nombre d'entreprises, données brutes)



— Construction (FZ)
— Commerce et réparation auto (G)
- - Hébergement et restauration (I)
- - Industrie (BE)

— Soutien aux entreprises (MN)
— Enseignement, santé humaine, action sociale et services aux ménages (P à S)
- - Activités immobilières (LZ)
- - Transports et entreposage (H)

NB : Les codes sur deux caractères correspondent au niveau d'agrégation A10 ; ceux sur un caractère aux sections de la NAF rév.2 A21.

Figure 36
Systèmes de paiement de masse – France

(moyenne quotidienne en millions d'euros, part en % sur le dernier mois)

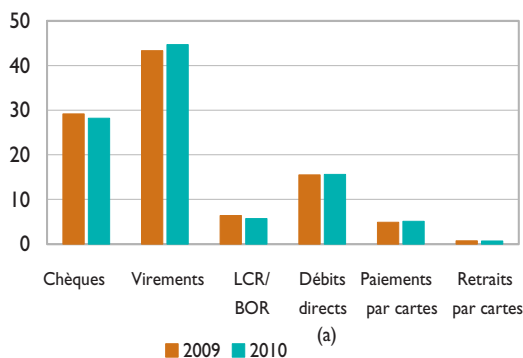
	2007	2008	2009	2010	2011			2011
					mars	avril	mai	Part
Chèques	6 974	6 533	5 700	5 590	5 279	6 175	5 530	26,7
Virements	7 904	8 413	8 473	8 865	9 187	10 414	9 375	45,3
dont virements SEPA	–	29	95	683	1 758	2 128	2 285	11,0
LCR/BOR	1 555	1 523	1 250	1 138	1 071	1 316	1 210	5,9
Prélèvements	1 739	1 814	1 801	1 827	1 966	2 157	1 952	9,4
TIP	150	147	143	133	80	88	128	0,6
Téléchèques	975	1 061	1 082	1 141	1 089	1 613	1 260	6,1
Paiements par cartes	864	921	957	1 009	969	1 202	1 077	5,2
Retraits par cartes	140	142	143	140	132	163	151	0,7
Total	20 300	20 554	19 550	19 844	19 773	23 127	20 683	100,0

(moyenne quotidienne en milliers d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2007	2008	2009	2010	2011			2011
					mars	avril	mai	Part
Chèques	11 561	10 996	10 287	9 507	8 790	10 081	9 192	17,8
Virements	7 344	7 425	7 527	7 356	7 586	8 321	7 294	14,1
dont virements SEPA	–	13	38	270	1 067	1 279	1 278	2,5
LCR/BOR	370	355	334	311	286	354	318	0,6
Prélèvements	7 863	7 864	8 163	8 194	8 918	9 366	8 920	17,2
TIP	458	425	394	364	292	290	321	0,6
Téléchèques	38	47	56	66	36	81	89	0,2
Paiements par cartes	18 146	19 219	20 542	21 505	20 676	25 386	23 000	44,5
Retraits par cartes	2 467	2 462	2 454	2 375	2 285	2 753	2 586	5,0
Total	48 248	48 794	49 757	49 677	48 871	56 632	51 719	100,0

Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des montants échangés)



(a) Débits directs : les prélèvements, les TIP et les téléchèques

Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des volumes échangés)

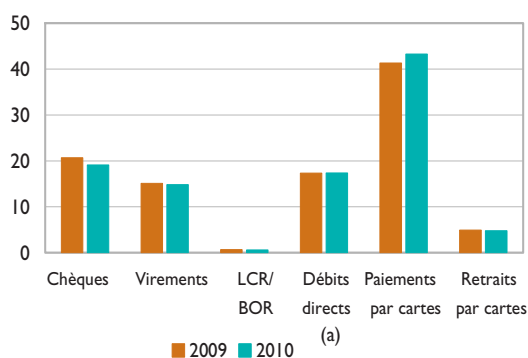


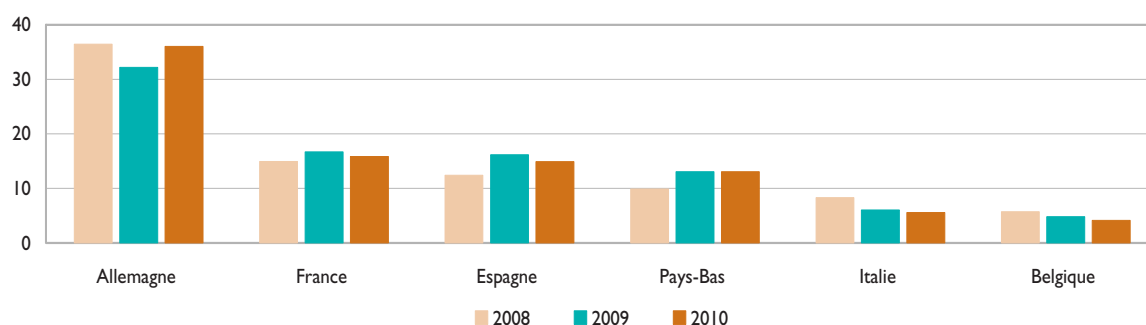
Figure 37
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2007	2008	2009	2010	2011			2011
					fév.	mars	avril	Part
France	569	398	367	365	358	372	389	16,8
Allemagne	711	972	707	829	795	785	824	35,6
Autriche	35	59	28	27	26	26	27	1,1
Belgique	104	152	106	95	97	96	101	4,3
Chypre	–	1	2	2	2	2	1	0,1
Espagne	344	331	356	342	392	362	358	15,5
Finlande	24	33	28	35	38	36	36	1,5
Grèce	33	30	29	28	25	26	24	1,1
Irlande	29	32	30	30	32	27	22	1,0
Italie	165	221	133	129	140	135	134	5,8
Luxembourg	39	60	40	40	46	47	51	2,2
Malte	–	0	0	0	0	0	0	0,0
Pays-Bas (a)	121	264	287	300	253	240	264	11,4
Portugal	13	16	17	20	23	22	24	1,0
Slovaquie	–	–	3	3	3	2	3	0,1
Slovénie	2	2	2	2	2	2	3	0,1
EPM-BCE	27	43	47	37	36	34	36	1,6
Total TARGET2 zone euro (b)	2 217	2 614	2 182	2 283	2 268	2 214	2 297	99,3
Hors zone euro	202	53	16	16	18	17	17	0,7
Total TARGET2 Union européenne (b)	2 419	2 667	2 198	2 299	2 285	2 231	2 314	100,0
Euro1 (c)	228	287	255	241	240	231	246	

Parts de marché de chaque place dans le système TARGET2 de l'Union européenne

(% des capitaux échangés)



La somme des composantes peut ne pas être égale au total (ou à 100) en raison des arrondis.

Depuis janvier 2009, une nouvelle méthodologie de collecte et de reporting statistique a été mise en place sur les données TARGET2 afin d'améliorer la qualité des données. Cet élément doit être pris en considération lors des comparaisons des données 2009 avec les données antérieures.

(a) Depuis le 19 mai 2008, les opérations du Royaume-Uni transitent par ce pays.

(b) Composition variable en fonction des pays qui participent aux systèmes de paiement en euros.

(c) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro (ABE). Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

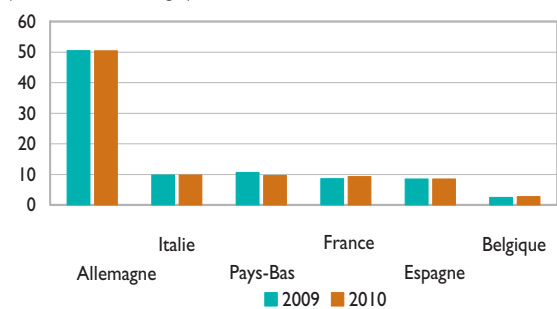
Figure 38
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

(moyenne quotidienne en nombre d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2007	2008	2009	2010	2011			2011 Part
					fév.	mars	avril	
France	19 192	25 992	29 773	31 850	33 802	33 929	36 815	9,9
Allemagne	164 187	181 625	174 695	173 218	169 367	173 834	187 492	50,2
Autriche	15 222	14 199	6 539	5 266	5 982	6 045	6 629	1,8
Belgique	7 993	9 884	8 517	9 454	10 662	10 598	11 562	3,1
Chypre	–	392	389	466	482	479	504	0,1
Espagne	41 792	36 167	29 580	29 195	29 644	29 834	31 138	8,3
Finlande	1 392	1 587	1 652	1 589	1 590	1 614	1 660	0,4
Grèce	6 334	5 117	5 692	5 904	6 149	5 829	6 437	1,7
Irlande	5 334	5 139	4 824	4 961	4 576	4 545	4 968	1,3
Italie	45 111	36 491	33 943	33 649	34 334	33 483	35 396	9,5
Luxembourg	3 399	3 037	2 847	3 033	3 359	3 275	3 432	0,9
Malte	–	50	59	65	59	59	61	0,0
Pays-Bas (a)	27 685	37 745	36 930	33 304	31 302	31 453	34 411	9,2
Portugal	4 774	5 072	4 191	4 206	4 116	4 067	4 307	1,2
Slovaquie	–	–	606	582	643	670	722	0,2
Slovénie	3 152	3 018	3 073	3 023	2 852	2 934	3 220	0,9
EPM-BCE	169	176	312	333	338	344	353	0,1
Total TARGET2 zone euro (b)	345 738	365 690	343 621	340 099	339 259	342 993	369 108	98,8
Hors zone euro	20 442	4 277	2 364	3 281	4 024	4 210	4 479	1,2
Total TARGET2 Union européenne (b)	366 179	369 967	345 985	343 380	343 282	347 203	373 587	100,0
Euro1 (c)	211 217	250 766	227 674	230 124	233 709	238 719	256 088	

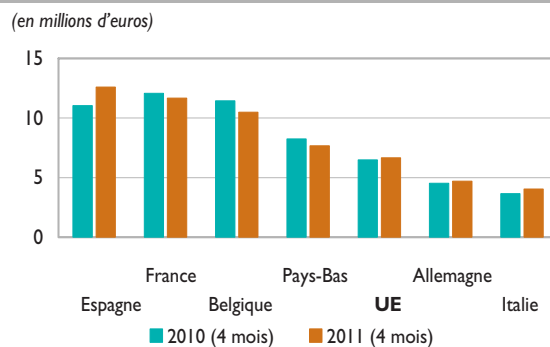
Parts de marché de chaque place dans le système TARGET2 de l'Union européenne

(% des volumes échangés)



Montant moyen d'une opération dans le système TARGET2 de l'Union européenne

(en millions d'euros)



La somme des composantes peut ne pas être égale au total (ou à 100) en raison des arrondis.

Depuis janvier 2009, une nouvelle méthodologie de collecte et de reporting statistique a été mise en place sur les données TARGET2 afin d'améliorer la qualité des données. Cet élément doit être pris en considération lors des comparaisons des données 2009 avec les données antérieures.

(a) Depuis le 19 mai 2008, les opérations du Royaume-Uni transitent par ce pays.

(b) Composition variable en fonction des pays qui participent aux systèmes de paiement en euros.

(c) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro (ABE). Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

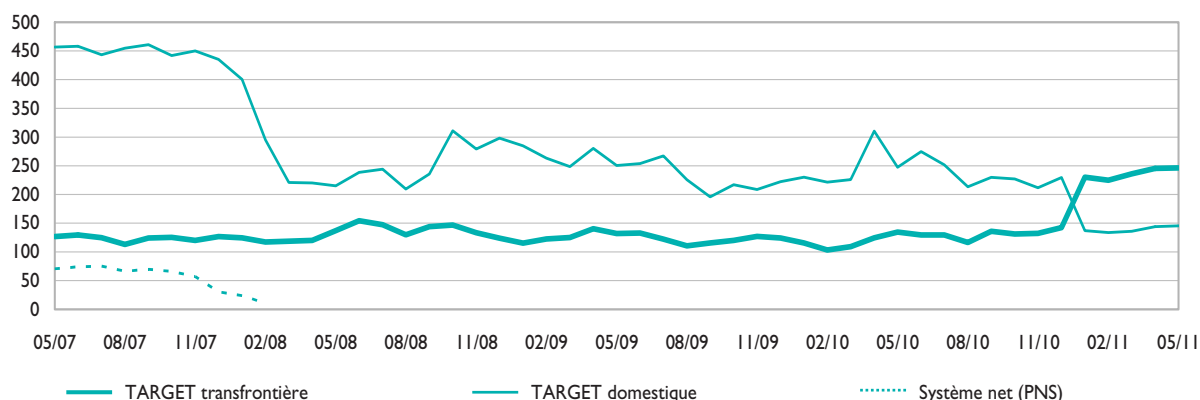
Figure 39
Systèmes de paiement de montant élevé – France

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2007	2008	2009	2010	2011			2011 Part
					mars	avril	mai	
Garanties mobilisées dans TARGET domestique France (b)								
Titres français négociables	11,5	51,2	114,6	105,7	76,7	71,6	72,4	25,8
Créances privées	18,6	79,9	129,0	149,8	153,5	149,2	138,2	49,2
Titres mobilisés via le CCBM	7,2	62,8	79,9	76,9	59,4	58,1	66,4	23,6
Autres titres étrangers (c)	8,8	8,2	7,9	5,9	3,9	3,5	4,0	1,4
Total	46,1	202,1	331,3	338,3	293,5	282,4	281,0	100,0

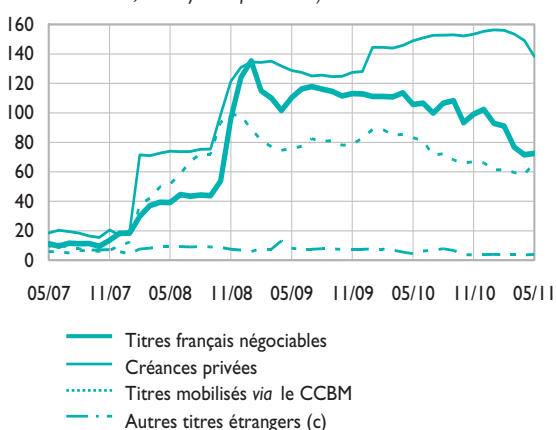
Évolution mensuelle des capitaux échangés (a)

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

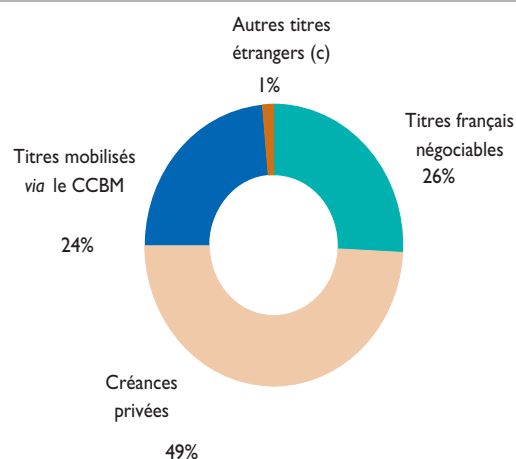


Évolution mensuelle des garanties mobilisées (b)

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées en mai 2011 (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 22 juin 2011

Notice méthodologique

I | Situation économique générale

I | I 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 Slovaquie, la Lituanie, l'Estonie, la Lettonie, la Roumanie, la Bulgarie, la Croatie et la Russie.

I | 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 ayants-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, titres de créance à court terme, dont l'échéance est inférieure à un an. Les flux par catégorie d'instruments sont ensuite partagés en fonction du secteur résident détenteur (pour les avoirs) ou émetteur (pour les engagements).

Depuis le 1^{er} 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 comptes 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 de créance à court terme) émis par des non-résidents et détenus par les résidents, à l'exception des titres de participation détenus dans le cadre d'investissements directs, des titres qui ne peuvent être cédés qu'avec l'accord de l'émetteur et des bons de caisse émis par les banques non résidentes, 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 titres de créance à court terme (dont les bons du Trésor à taux fixe). Ne sont inclus dans le recensement ni les actions détenues au titre des investissements directs, ni les titres français (actions, obligations ou titres de créance à court terme) détenus hors de France par les non-résidents, à l'exception des obligations émises sur le marché international. Pour cette catégorie d'instrument, l'encours détenu par les non-résidents est inclus dans les engagements des résidents, quel que soit le lieu de conservation (France ou étranger) du titre.

Les portefeuilles sont évalués en valeur de marché, à la date d'arrêt 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'arrêt ;
- les devises sont comptabilisées au cours constaté à la date d'arrêt.

2| Monnaie, placements et financements

Zones géographiques

Zone euro : Allemagne + Autriche + Belgique + Chypre + Espagne + Estonie + Finlande + France + Grèce + Irlande + Italie + Luxembourg + Malte + Pays-Bas + Portugal + Slovaquie + Slovénie

Depuis le 1^{er} janvier 2011, la zone euro inclut l'Estonie. Les séries statistiques relatives à la zone euro tiennent compte des modifications de la composition de la zone euro.

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :

France = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, 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 **titres de créance à court terme** correspondent à des titres émis par des IFM, des SNF ou des APU, d'une durée initiale inférieure ou égale à un an, négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt, les billets de trésorerie et les bons du Trésor à taux fixe et à intérêt pré-compté (BTF).

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

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

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

M3 = M2 + pensions + titres d'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 1^{er} 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 1^{er} 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
- Émission 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 paiement

Abréviations

Organismes et institutions

BCE	Banque centrale européenne
BCEAO	Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest
BCN	Banque centrale nationale
BEA	<i>Bureau of Economic Analysis</i>
BEAC	Banque des États de l'Afrique centrale
BIT	Bureau international du travail
BLS	<i>Bureau of Labour Statistics</i>
BRI	Banque des règlements internationaux
CDC-CNE	Caisse des dépôts et consignations – Caisse nationale d'épargne
Dares	Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (ministère du Travail)
Euronext	Bourse paneuropéenne, née en 2000
Eurostat	Office statistique de l'Union européenne
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
IFM	Institutions financières monétaires
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques

Zones économiques

CEMAC	Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale
PECO	Pays de l'Europe centrale et orientale
ZE à 17	Zone euro à dix-sept pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Espagne, Estonie, 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

Pays

AT	Autriche
AU	Australie
BE	Belgique
BG	Bulgarie
CA	Canada
CH	Chine
CY	Chypre
CZ	République tchèque
DE	Allemagne
EE	Estonie
ES	Espagne
FI	Finlande
FR	France
GB	Royaume-Uni
GR	Grèce
HU	Hongrie
IE	Irlande
IT	Italie
JP	Japon
LT	Lituanie
LU	Luxembourg
LV	Lettonie
MT	Malte
NL	Pays-Bas
PL	Pologne
PT	Portugal
RO	Roumanie
RU	Russie
SE	Suède
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
US	États-Unis
ZE	Zone euro

Indices

CAC 40	Indice 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	<i>Euro over night index average</i>
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 indiciaires 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 (<i>New York Stock Exchange</i>)

Autres sigles

ANF	Agents non financiers
APD	Aide publique au développement
APU	Administrations publiques
BMTN	Bon à moyen terme négociable
BTAN	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
BTF	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
CAF/FAB	Coût, assurance/frêt franco-à-bord
CDO	Obligation sur dette collatéralisée

CDN	Certificat de dépôt négociable
CDS	<i>Credit default swaps</i>
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	<i>Euro medium term notes</i>
Euribor	<i>Euro interbank offered rate</i>
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	<i>London interbank offered rate</i>
NES 16	Nomenclature économique sectorielle établie par l'INSEE
OAT	Obligation assimilable du Trésor
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPR	Opération principale de refinancement
OTC	<i>Over-the-counter</i> (marché de gré à gré)
PEL	Plan d'épargne-logement
PEP	Plan d'épargne populaire
PFIT	Période de fixation initiale des taux
PIB	Produit intérieur brut
PMI	Petites et moyennes industries
SNF	Sociétés non financières
SQS	Sociétés et quasi-sociétés
TCN	Titres de créances négociables
TIP	Titre interbancaire de paiement
TMT	Télécoms, médias, technologies
TUC	Taux d'utilisation des capacités de production
WTI	West Texas Intermediate

Documents publiés

L'ensemble des publications est accessible sur internet (<http://www.banque-france.fr/fr/publications/accueil.htm>).

Rapport annuel de la Banque de France

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/revues/rapport-banque-de-france/html/rapport-annuel-banque-de-france.asp?espace=null&interet=labdf>

Études parues dans le Bulletin de la Banque de France

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/revues/Bulletin-de-la-Banque-de-France/html/etudes-du-bulletin-de-la-Banque-de-France.asp?espace=chercheur&interet=null>

Année 2009

- « Les grands traits de la situation financière des entreprises fin 2007 », n° 175, 1^{er} trimestre
- « La situation des entreprises en France à fin 2008 — Quelques développements récents », n° 175, 1^{er} trimestre
- « La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière — Résultats de l'enquête 2008 », n° 175, 1^{er} trimestre
- « Évolutions de la monnaie et du crédit en France en 2008 », n° 175, 1^{er} trimestre
- « Le patrimoine économique national de 1978 à 2007 — Trente années au rythme des plus-values immobilières et boursières », n° 175, 1^{er} trimestre
- « Typologie des situations de surendettement », n° 175, 1^{er} trimestre
- « Le remboursement des billets en francs — Premier bilan, sept ans après l'introduction des billets en euro », n° 175, 1^{er} trimestre

- « La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2008 », n° 176, 2^e trimestre
- « Les comptes financiers de la Nation en 2008 : les taux d'endettement des agents non financiers augmentent toujours », n° 176, 2^e trimestre
- « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2008 », n° 176, 2^e trimestre
- « Les marchés de titres de la dette publique dans les pays africains en développement : évolution récente et principaux défis », n° 176, 2^e trimestre
- « La formation des professionnels à l'authentification des billets de banque — Un axe essentiel de la lutte contre la contrefaçon », n° 176, 2^e trimestre

- « Évolutions récentes de la structure des placements des assureurs », n° 177, 3^e 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, 3^e trimestre
- « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2008 », 3^e trimestre
- « Les flux d'investissements directs de la France en 2008 », n° 177, 3^e trimestre
- « Une nouvelle norme de construction et de diffusion des statistiques d'investissements directs », n° 177, 3^e trimestre
- « Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes », n° 177, 3^e trimestre

- « La mesure de l'activité des banques en France », n° 178, 4^e trimestre
- « Analyse de la portée des résultats du *Bank Lending Survey* au regard des données de crédit », n° 178, 4^e 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, 4^e trimestre
- « L'impact économique des défaillances d'entreprises en 2008 et 2009 », n° 178, 4^e trimestre
- « La Médiation du crédit », n° 178, 4^e trimestre
- « Le *Contrat de service public* », n° 178, 4^e trimestre
- « Le droit au compte », n° 178, 4^e trimestre

Année 2010

- « Les politiques salariales des entreprises durant la crise : résultats d'enquêtes », n° 179, 1^{er} trimestre
- « Chute historique de la durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière en 2009, mais rebond prévu en 2010 », n° 179, 1^{er} trimestre
- « Les marchés immobiliers après la crise : quelles leçons pour la macroéconomie ? », n° 179, 1^{er} trimestre
- « Besoins de financement et viabilité de la dette extérieure dans les pays d'Afrique subsaharienne », n° 179, 1^{er} trimestre
- « Évaluation des stocks d'investissements directs dans des sociétés non cotées en valeur de marché : méthodes et résultats pour la France », n° 179, 1^{er} trimestre
- « La qualité de la circulation des billets — Un rôle essentiel de la Banque centrale », n° 179, 1^{er} trimestre
- « Évolution de la monnaie et du crédit en France en 2009 », n° 179, 1^{er} trimestre

- « Le comportement d'épargne des ménages en 2009 », n° 180, 2^e trimestre
- « Les comptes financiers de la Nation en 2009 : réorientation des flux de financement vers les administrations publiques », n° 180, 2^e trimestre
- « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2009 », n° 180, 2^e trimestre
- « Liens économiques, contagion, et la crise financière - Synthèse de la conférence BdF/PSE/FMI des 28 et 29 janvier 2010 », n° 180, 2^e trimestre
- « Les déterminants de la multibancarité des entreprises en France », n° 180, 2^e trimestre
- « Les PME de l'industrie manufacturière en France : un positionnement intermédiaire par rapport à huit autres pays européens », n° 180, 2^e trimestre
- « Le système de cotation de la Banque de France : un atout pour la Banque centrale et un outil pour les banques », n° 180, 2^e trimestre
- « Les évolutions du commerce extérieur de services de la France : une analyse par secteurs et par pays », n° 180, 2^e trimestre

- « En 2009, repli du patrimoine économique national pour la deuxième année consécutive », n° 181, 3^e trimestre
- « Évolution de l'épargne réglementée depuis la généralisation de la distribution du livret A », n° 181, 3^e trimestre
- « Évolutions récentes de la structure des placements des assureurs », n° 181, 3^e trimestre
- « La situation des PME en 2009 : leur structure financière résiste à la crise », n° 181, 3^e trimestre
- « Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes », n° 181, 3^e trimestre
- « La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2009 », n° 181, 3^e trimestre
- « Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France en 2009 », n° 181, 3^e trimestre
- « Séminaire monétaire international : infrastructures de marché et stabilité financière », n° 181, 3^e trimestre
- « Les stratégies de politique monétaire après la crise », n° 181, 3^e trimestre
- « La politique de cohésion et les nouveaux États membres de l'Union européenne », n° 181, 3^e trimestre

- « La situation des entreprises en 2009 : baisse de l'activité et attentisme en période de crise », n° 182, 4^e trimestre
- « Les délais de paiement en 2009 un an après la mise en œuvre de la LME », n° 182, 4^e trimestre
- « La Médiation du crédit », n° 182, 4^e trimestre
- « Le dispositif de traitement des situations de surendettement des particuliers : les principaux effets de la loi Lagarde », n° 182, 4^e trimestre
- « La loi sur le crédit à la consommation : la protection de la clientèle au cœur de la prévention et du contrôle bancaire et assurantiel », n° 182, 4^e trimestre
- « L'évolution du taux des certificats de dépôt et la disparité des taux unitaires par émetteurs, indicateur de tensions potentielles ? », n° 182, 4^e trimestre
- « Le futur de la politique monétaire : synthèse de la conférence tenue à Rome le 30 septembre et le 1^{er} octobre 2010 », n° 182, 4^e trimestre
- « Nouveaux défis pour la dette publique dans les pays avancés : synthèse du colloque tenu à Strasbourg les 16 et 17 septembre 2010 », n° 182, 4^e trimestre

Année 2011

- « L'évolution de la monnaie et du crédit en France : 2010, l'année de la reprise », n° 183, 1^{er} trimestre
- « Le retour à la normale de la durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière en 2010 », n° 183, 1^{er} trimestre
- « Les stocks dans la crise », n° 183, 1^{er} trimestre
- « Stratégies de sortie de crise et de croissance — Colloque OCDE-Banque de France, 9 et 10 décembre 2010 », n° 183, 1^{er} trimestre
- « Analyses structurelles en temps de crise — Colloque Banque de France, 29 et 30 novembre 2010 », n° 183, 1^{er} trimestre
- « La Banque de France dans les instances européennes et internationales », n° 183, 1^{er} trimestre
- « Les modèles fractals en finance », n° 183, 1^{er} trimestre

Études sur les entreprises

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/espaces/microeconomie/microeconomie.asp?espace=null&interet=microeconomie>

Études parues dans la Revue de la stabilité financière

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/revues/revue-stabilite-financiere/html/accueil-revue-stabilite-financiere.asp?espace=chercheur&interet=null>

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

- « Repenser les marchés des dérivés de gré à gré pour garantir la stabilité financière », n° 14, juillet
- « Les CDS : quels avantages et coûts collectifs ? », n° 14, juillet
- « *Fiat lux* — 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
- « *Crédit default swaps* et stabilité financière », n° 14, juillet

- « Les *credit default swaps* — Innovation financière ou dysfonctionnement financier ? », n° 14, juillet
- « Faut-il interdire la spéculation sur les marchés des obligations souveraines ? », n° 14, juillet
- « Les marchés de produits dérivés de gré à gré en Inde : questions et perspectives », n° 14, juillet
- « Produits dérivés de gré à gré et compensation centrale : toutes les transactions peuvent-elles faire l'objet d'une compensation ? », n° 14, juillet
- « La finance du XXI^e siècle ne peut faire l'économie d'une bonne régulation des marchés dérivés de gré à gré », n° 14, juillet
- « Risque systémique : une approche alternative », n° 14, juillet
- « Produits dérivés OTC : défis pour la stabilité financière et réponses des autorités », n° 14, juillet
- « Sous-collatéralisation et « réhypothécatation » 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 structurés et les leçons pour l'avenir », n° 14, juillet
- « Réduire le risque systémique sur les marchés de dérivés de gré à gré (OTC) », n° 14, juillet
- « *Credit default swaps* : quels sont les risques et défis en matière de stabilité financière ? », n° 14, juillet
- « Structure des marchés de dérivés OTC et profils de crédit des banques de financement et d'investissement », n° 14, juillet
- « Contreparties centrales et stabilité financière : quelles leçons tirer de la théorie des réseaux et du risque endogène ? », n° 14, juillet
- « Marché des CDS et marché obligataire : qui dirige l'autre ? », n° 14, juillet
- « Risque de concentration et nombre optimal de contreparties centrales pour un actif unique », n° 14, juillet

Année 2011

- « Déséquilibres mondiaux : le point de vue de l'Agence monétaire saoudienne », n° 15, février
- « Les flux internationaux de capitaux et le repli vers les actifs sûrs aux États-Unis, 2003-2007 », n° 15, février
- « La stabilité financière confrontée aux afflux massifs de capitaux : le point de vue d'un marché émergent », n° 15, février
- « Les déséquilibres mondiaux, le système monétaire international et la stabilité financière », n° 15, février
- « Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque du Mexique », n° 15, février
- « Complémentarité et coordination des politiques macroéconomiques et financières pour remédier aux déséquilibres internes et externes », n° 15, février
- « Déséquilibres mondiaux : un problème commun à résoudre pour les économies avancées et les économies de marché émergentes », n° 15, février
- « Équilibre mondial et stabilité financière : des objectifs indissociables pour un système économique mondial résistant », n° 15, février
- « Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque d'Angleterre », n° 15, février
- « Déséquilibres mondiaux et pays en développement », n° 15, février
- « Les déséquilibres mondiaux : un point de vue sud-africain », n° 15, février
- « La nature volatile des flux de capitaux : l'expérience indonésienne et les nouveaux rôles du FMI », n° 15, février
- « Déséquilibres mondiaux et stabilité financière », n° 15, février
- « Les déséquilibres mondiaux et les déséquilibres des comptes de transactions courantes », n° 15, février
- « Les déséquilibres mondiaux vus au travers du prisme de l'épargne et de l'investissement », n° 15, février
- « Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque de réserve d'Inde », n° 15, février
- « Les défis intellectuels qui se posent à l'analyse de la stabilité financière à l'ère de la surveillance macroprudentielle », n° 15, février
- « Renouer avec la stabilité et la croissance après la crise », n° 15, février
- « La règle de Tinbergen revisitée : le maintien de la stabilité financière à l'aide d'outils macroprudentiels », n° 15, février
- « Du taux d'épargne », n° 15, février

Documents et débats

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/revues/documents-et-debats/html/documents-et-debats.asp?espace=enseignant&interet=null>

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/revues/focus/html/focus.asp?espace=enseignant&interet=null>

Année 2009

« Déflation ou désinflation ? », n° 3, janvier

« Les mesures non conventionnelles de politique monétaire », n° 4, avril

Année 2010

« Qu'est-ce que l'étalon-or ? », n° 5, novembre

Questions actuelles

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/revues/questions-actuelles/html/questions-actuelles.asp?espace=enseignant&interet=null>

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

PARUTION

en mai 2011

Rapport annuel 2010 de l'Observatoire des délais de paiement



- Synthèses et propositions
- Depuis la mise en place de la LME, les entreprises ont réduit leurs délais de paiement
- La réorganisation de l'État a été ressentie dans ses délais de paiement
- Des points de tension subsistent
- Accords dérogatoires, sortie en 2012 et mesures d'accompagnement

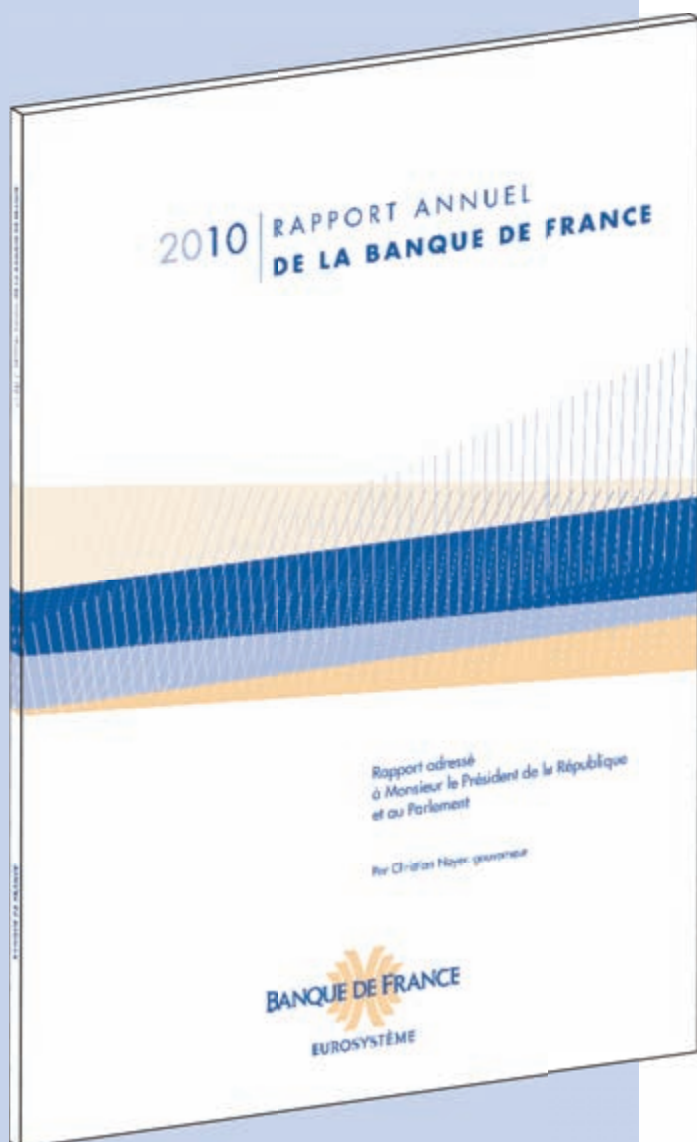
À commander au (+33) 1 42 92 56 38
(Observatoire des délais de paiement –
Direction des Entreprises) *
Accessible sur :
<http://www.banque-france.fr/fr/publications/accueil.htm>

* dans la limite des stocks disponibles

PARUTION

en juin 2011

Rapport annuel 2010 de la Banque de France



- Lettre au Président de la République, introductive au *Rapport annuel*
- Le mot du gouverneur
- Politique monétaire, action pour la stabilité financière et reprise économique
- La stratégie d'entreprise et sa mise en œuvre
- Le développement durable, une responsabilité d'entreprise
- La gouvernance, les ressources humaines et la gestion financière
- Les comptes de la Banque de France

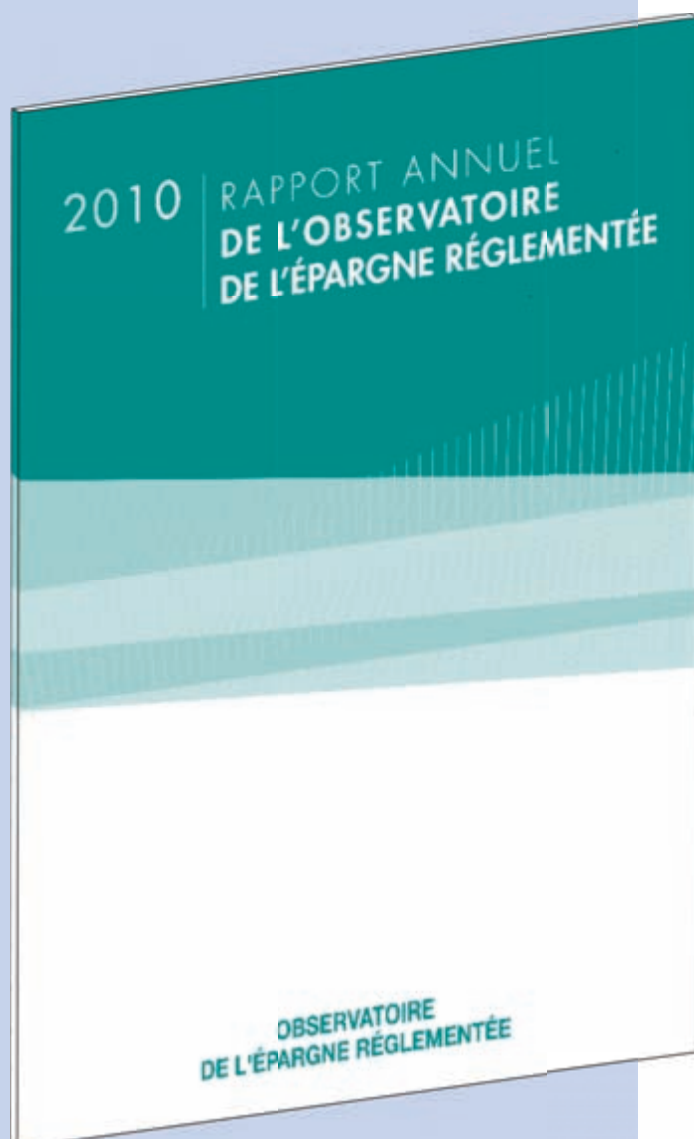
À commander au (+33) 1 42 92 39 08
(Documentation et relations avec le public) *
Accessible sur :
<http://www.banque-france.fr/fr/publications/accueil.htm>

* dans la limite des stocks disponibles

PARUTION

en juin 2011

Rapport annuel 2010 de l'Observatoire de l'épargne réglementée



- Un environnement favorable à la progression de l'épargne réglementée
- La détention des livrets A et des LDD à fin 2010
- Favoriser l'accessibilité bancaire
- L'évolution de l'emploi des ressources administrées en 2010
- Perspectives : centralisation des dépôts, rémunération des réseaux

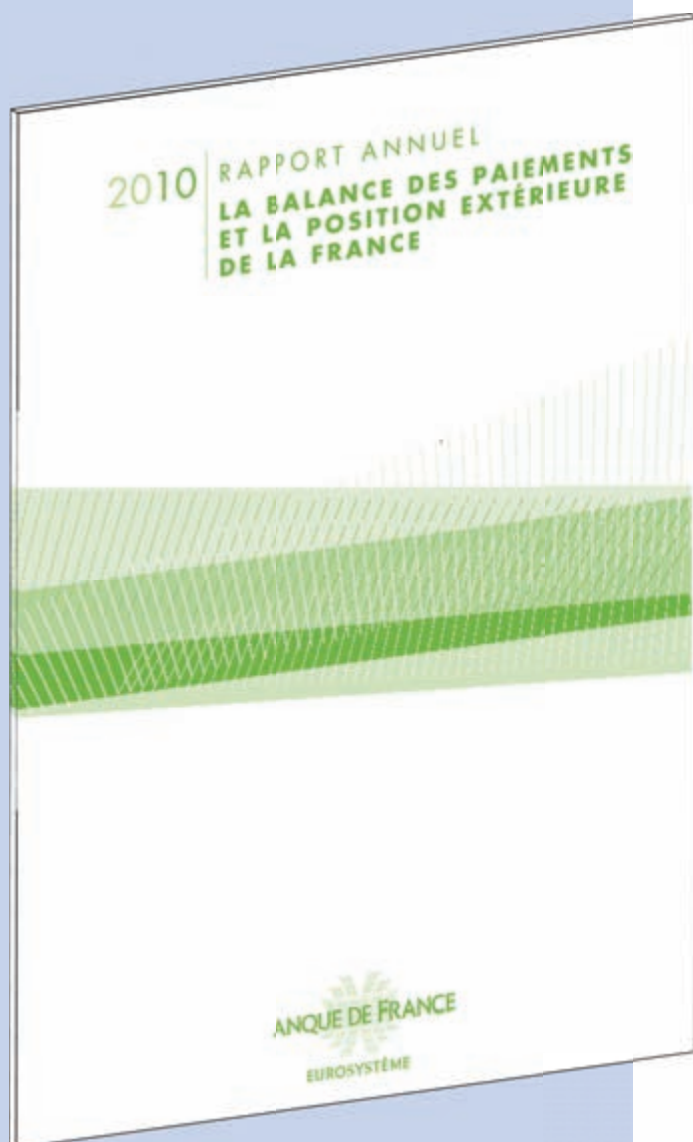
À commander au (+33) 1 42 92 39 08
(Documentation et relations avec le public) *
Accessible sur :
<http://www.banque-france.fr/fr/instit/observatoire/observatoire-epargne-reglementee.htm>

* dans la limite des stocks disponibles

PARUTION

en juin 2011

Rapport annuel 2010 sur la balance des paiements et la position extérieure de la France



- Le compte de transactions courantes et le compte de capital
- Le compte financier
- La position extérieure de la France
- Tableaux statistiques complémentaires

À commander au (+33) 1 42 92 39 08
(Documentation et relations avec le public) *
Accessible sur :
<http://www.banque-france.fr/fr/publications/accueil.htm>

* dans la limite des stocks disponibles

Mes coordonnées ont changé, merci de bien vouloir les rectifier ou les compléter :

Numéro d'abonnement :

Prénom :

Organisme :

Adresse :

Code postal :

Pays :

Nom :

Fonction :

Ville :

 Je ne souhaite plus recevoir le *Bulletin de la Banque de France* :

Numéro d'abonnement :

Prénom :

Organisme :

Nom :

« 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

Armand Pujal

Comité éditorial

François de Coustin
Unités de la Banque de France représentées :
DGAFP, DGEI, DGO, DGS, SGACP

Rédacteur en chef

Dominique Rougès

Secrétaire de rédaction

Christine Collomb-Jost, Marcia Toma

Maquettistes et opérateurs PAO

Nicolas Besson, Christian Heurtaux, François Lécuyer,
Aurélien Lefèvre, Carine Otto, Isabelle Pasquier

Demandes d'abonnement

Banque de France
07-1397 Service de la Documentation
et des Relations avec le public
75049 Paris Cedex 01

Impression

SIMA IVRY 25-1168

Dépôt légal

Juin 2011

Internet

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/accueil.htm>

