BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

3E TRIMESTRE 2011

185

BANQUE DE FRANCE

EUROSYSTÈME

102–185

Sommaire

Études

En 2010, les PME bénéficient de la reprise mais diffèrent leurs investissements 1
Jean-Luc CAYSSIALS et François SERVANT
En 2010, la reprise de l'activité permet aux PME d'améliorer leur rentabilité et de consolider leurs capitaux propres, même si de fortes disparités demeurent. Le renforcement de la trésorerie et la faiblesse de l'investissement demeurent caractéristiques d'un comportement attentiste.

Les entreprises après la crise – colloque Banque de France, 28 juin 2011 23
Direction générale des Activités fiduciaires et de Place
Direction générale des Études et des Relations internationales
Direction générale des Statistiques
S'il est encore trop tôt pour établir un bilan définitif des effets de la crise sur les entreprises, ceux-ci semblent avoir été plutôt bien maîtrisés grâce aux actions conjointes des différents agents économiques (entreprises, banques, autorités monétaires et pouvoirs publics).

Le coût du crédit aux entreprises selon leur catégorie 31
Flavia CHAI et Dinh Bang NGUYEN
Les PME ont une structure de financement bancaire spécifique par rapport aux grandes entreprises et ne bénéficient pas de ce fait des mêmes conditions de financement. L'article examine les principaux facteurs explicatifs des taux des crédits accordés aux PME et met en évidence l'impact de la crise financière de 2008 sur la tarification des crédits.

Synthèse du colloque international sur la microfinance 47
Paul LORIDANT, Béatrice RAOULT-TEXIER, Luc JACOLIN et Julien MOULONGUET
La microfinance a fait l'objet d'un colloque organisé par la Banque de France en juillet 2011. Les participants ont souligné son utilité comme outil d'inclusion financière, de développement économique et de lutte contre la pauvreté en s'appuyant sur les expériences des pays du Sud et ont proposé des pistes de réflexion pour le financement de son développement, ainsi que sur la pertinence et les modalités de sa régulation.

Défis pour les politiques monétaires et budgétaires à court et long terme Synthèse de la conférence Banque de France/Bundesbank des 19 et 20 mai 2011 à Hambourg 55
Laurent CLERC, Hubert KEMPF et Xavier RAGOT
La Bundesbank et la Banque de France ont organisé les 19 et 20 mai derniers à Hambourg leur troisième conférence conjointe. Cette conférence portait sur les défis que la politique macroéconomique doit relever à court et à long terme, dans ses volets monétaire, budgétaire et fiscal.

Après la chute, la recomposition du commerce international Synthèse de la conférence Banque de France/PSE/CEPII des 25 et 26 mai 2011 61
Pauline BOURGEON, Jean-Charles BRICONGNE et Guillaume GAULIER
Une conférence organisée conjointement par la Banque de France, PSE-École d'Économie de Paris et le CEPII, les 25 et 26 mai 2011, a souligné les incertitudes entourant le rebond des échanges commerciaux après la chute observée fin 2008-début 2009.

La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2010 67
Direction de la Balance des paiements
Direction des Enquêtes et Statistiques sectorielles
Le déficit des transactions courantes se creuse légèrement pour retrouver son niveau de 2008. Les sorties nettes d'investissements directs sont un peu moins soutenues. Les investissements de portefeuille reflètent des entrées de capitaux près de deux fois moins fortes que l'année 2009. Concomitamment les opérations de prêts et emprunts se traduisent par des sorties nettes de capitaux en recul d'une année sur l'autre.

Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes 77
Sylvain GOUTERON et Yann WICKY
En dépit d'un fléchissement par rapport à ses sommets de la fin de 2010, la distribution de prêts à l'habitat est restée soutenue au 1er semestre 2011 : la remontée des taux de ces derniers mois a peu pesé jusqu'à présent sur la demande des ménages, la production de prêts se maintenant à des niveaux élevés.

Les comportements patrimoniaux des ménages en France : évolutions et déterminants entre 2004 et 2010 89
Luc ARRONDEL, Frédérique SAVIGNAC, Adeline BACHELLERIE, Omar BIROUK et Hélène CHAPUT
À la lumière des informations issues des enquêtes Patrimoine 2004 et 2010 de l'INSEE et des évaluations des comptes nationaux financiers établis par la Banque de France, l'article propose une première analyse des ajustements patrimoniaux des ménages français depuis 2007.

Les placements des organismes d'assurance à fin 2010 109
Sarah GANDOLPHE, Gaël HAUTON, Sandrine VIOL, Omar BIROUK et Alain-Nicolas BOULOUX
L'analyse de la composition des portefeuilles des assureurs à fin 2010 révèle l'amorce d'un recentrage de leurs positions vers les titres émis par des signatures résidentes ainsi qu'un allongement de la durée moyenne de leurs placements obligataires.

Le traitement des billets : l'évolution de la réglementation et du recyclage par le secteur privé en France 121
Martine BODILIS et Michel BRONDEL
Depuis le passage à l'euro fiduciaire, une réglementation relative au recyclage des billets par le secteur privé a progressivement été mise en place, avec comme objectif d'assurer une haute qualité et une égale protection de la monnaie unique dans l'ensemble de la zone euro. Dans ce contexte, le traitement et la remise en circulation des billets par le secteur privé se sont développés.

STATISTIQUES

Sommaire S1

DIVERS

Abréviations I
Documents publiés III
Coupon-abonnement X

Achevé de rédiger le 16 septembre 2011

En 2010, les PME bénéficient de la reprise mais diffèrent leurs investissements

Jean-Luc CAYSSIALS et François SERVANT
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

Les petites et moyennes entreprises (PME) en France bénéficient d'une reprise d'activité en 2010, soutenue en particulier par les exportations. Cette croissance est progressive et accélère en fin d'année. Avec une activité en hausse, les besoins en fonds de roulement augmentent légèrement, sous l'effet d'une reconstitution des stocks mais aussi d'un accroissement du crédit interentreprises.

Le taux de marge se redresse sans pour autant revenir à son niveau d'avant-crise. Il bénéficie notamment de la baisse des impôts à la production consécutive à la réforme de la taxe professionnelle.

Une meilleure rentabilité économique, associée à la faiblesse des charges financières, permet à la rentabilité financière nette des capitaux propres de progresser et de revenir en moyenne à 10 %. Ce redressement masque néanmoins des écarts importants et concerne essentiellement les PME dont les performances étaient les plus dégradées en 2009.

Les PME conservent cependant un comportement prudent et attentiste, augmentant le niveau de leur trésorerie et de leurs capitaux propres. La structure financière des PME se renforce avec un endettement contenu ; l'endettement bancaire stagne et les concours bancaires courants sont les seuls à progresser sous l'effet de besoins de financement générés par la reprise de l'activité.

Les dépenses d'investissement baissent pour la deuxième année consécutive de sorte que par rapport à la valeur ajoutée, le taux d'investissement atteint son plus bas niveau depuis 1996. Le volume substantiel de la trésorerie dans le bilan des PME laisse ouverte la possibilité d'une reprise de l'investissement, pour peu que l'environnement économique se stabilise et que les anticipations de la demande soient favorables.

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

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

1| L'activité des PME reprend graduellement, soutenue par les exportations

1 | 1 Le chiffre d'affaires et la valeur ajoutée se rétablissent partiellement en 2010

En 2010, les PME implantées en France ont commencé à bénéficier des effets de la reprise du cycle économique. Après avoir reculé de 6 % en 2009, leur chiffre d'affaires augmente de plus de 3 % en 2010 (cf. tableau 1). Toutefois, ce regain d'activité est graduel, d'une intensité légèrement plus forte en seconde partie d'année. Appréhendé à partir des liasses fiscales collectées début août 2011, couvrant 80 % des bilans attendus pour les arrêtés du second semestre 2010, le redémarrage devrait être un peu plus prononcé que ne le suggèrent les données comptables actuellement connues. L'indisponibilité temporaire d'une partie des comptes arrêtés au-delà du 31 juillet est susceptible de minorer la variation du chiffre d'affaires des PME (cf. encadré 1). Aujourd'hui évaluée à 3,2 %, celle-ci pourrait atteindre 3,8 % une fois l'ensemble des données comptables connues.

À la faveur d'une conjoncture progressivement plus porteuse, soutenue notamment par l'amélioration des carnets de commandes relevée dans l'industrie par diverses enquêtes (Banque de France, Insee), l'activité des PME a ainsi fait preuve de résilience en 2010. La reprise est plus nette pour les entités rattachées à une PME multi unités légales que pour les entreprises mono unité légale. Certains secteurs, comme l'industrie manufacturière, le transport ou les activités de support, ont exercé un réel effet d'entraînement. Ces secteurs sont d'ailleurs ceux pour lesquels le choc de 2009 s'est avéré le plus violent.

Dans le commerce, le volume des transactions augmente également, mais à un rythme légèrement inférieur à celui de l'ensemble des PME. En revanche, les perspectives restent préoccupantes dans la construction.

À quelques variantes près, la valeur ajoutée connaît une amélioration comparable. Dans le cas des PME du transport, son redressement est toutefois moins net que celui du chiffre d'affaires : + 2,4 %, contre + 5,3 %. Le renchérissement important du coût des consommations intermédiaires explique principalement ce décalage [1].

Tableau 1 L'activité des PME en 2009 et 2010

(en %)

	Répartition de la valeur ajoutée		Variation annuelle du chiffre d'affaires		Variation annuelle de la valeur ajoutée	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
PME mono unité légale	43,6	43,9	- 5,0	2,7	- 2,7	2,3
PME multi unités légales	46,2	46,7	- 6,1	3,1	- 5,2	3,8
PME étrangères	10,1	9,3	- 11,2	5,7	- 8,1	5,3
Ensemble des PME	**100,0**	**100,0**	**- 6,3**	**3,2**	**- 4,4**	**3,3**
Dont principaux secteurs :						
Industrie manufacturière	*22,8*	*23,3*	*- 10,7*	*3,8*	*- 9,8*	*3,9*
Construction	*16,3*	*16,4*	*- 4,6*	*- 0,4*	*- 3,2*	*- 1,5*
Commerce	*27,4*	*28,0*	*- 5,1*	*2,8*	*- 3,1*	*3,3*
Transports et entreposage	*5,5*	*5,5*	*- 8,0*	*5,3*	*- 2,7*	*2,4*
Soutien aux entreprises	*12,2*	*11,8*	*- 6,6*	*4,9*	*- 3,3*	*5,0*

Champ : PME définies au sens de la LME, ayant remis leurs bilans en 2009 et 2008 (année 2009), ou 2010 et 2009 (année 2010)
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, août 2011

1 *Ce renchérissement résulte naturellement de la hausse des prix du carburant, principal centre de coûts du secteur du transport. En 2010, le prix du gazole a crû en France de 24,7 % après prise en compte d'un effet change défavorable (Insee décembre 2010). Au total, le poste « Matières premières et approvisionnements » des PME du transport ayant remis leurs comptes en 2009 et 2010 augmente de 12,5 % (en y incluant la variation des stocks).*

1|2 Les exportations dynamisent l'activité des PME

L'intensification du commerce international a puissamment soutenu l'activité des PME en 2010 (cf. tableau 2). Les entreprises réalisant une partie notable de leur chiffre d'affaires à l'étranger (taux d'exportation supérieur à 20 %) ont, sur de nombreux marchés, tiré avantage de la reprise vigoureuse de la demande (Asie, Amérique du Nord et du Sud, Europe centrale et orientale). Avec un pourcentage d'entreprises exportatrices nettement supérieur à la moyenne, les PME de l'industrie et du transport, mais aussi d'une façon générale les unités légales intégrées à un groupe dynamisent leur volume global de transactions.

Le cas des PME rattachées à des entreprises étrangères est à cet égard caractéristique : les trois quarts d'entre elles ont une activité d'exportation et ont obtenu une croissance de leur chiffre d'affaires supérieure de 80 % à 110 % à celle des autres PME.

Tableau 2 Le chiffre d'affaires à l'exportation des PME en 2010

(en %)

	Proportion de PME exportatrices (en %, par rapport au nombre d'entreprises)	Variation annuelle		Taux d'exportation	
		du chiffre d'affaires des PME	du CA à l'export des PME	Ensemble des PME	PME exportatrices en 2009 et 2010
PME mono unité légale	25,4	2,7	10,0	7,2	21,5
PME multi unités légales	38,9	3,1	10,4	8,7	20,7
PME étrangères	75,4	5,7	11,5	27,0	32,9
Ensemble des PME	**31,0**	**3,2**	**10,6**	**10,0**	**23,5**
Dont principaux secteurs :					
Industrie manufacturière	*56,5*	*3,8*	*9,5*	*19,3*	*27,8*
Construction	*6,7*	*-0,4*	*5,2*	*0,8*	*9,9*
Commerce	*33,7*	*2,8*	*10,7*	*8,5*	*20,1*
Transports et entreposage	*44,3*	*5,3*	*17,2*	*13,5*	*25,0*
Soutien aux entreprises	*31,8*	*4,9*	*4,9*	*11,5*	*28,8*

Champ : PME définies au sens de la LME, ayant remis leurs bilans en 2009 et 2010
Note de lecture : Le taux d'exportation se définit comme le rapport entre le chiffre d'affaires à l'export et le chiffre d'affaires total.
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, août 2011

ENCADRÉ 1

Une reprise graduelle

Le cas de l'industrie et du commerce

La reprise économique amorcée en 2010 n'est pas uniforme dans le temps. En mesurant les variations de l'activité annuelle des PME pour chaque trimestre, le chiffre d'affaires cesse généralement de se dégrader dans le seul cas des entreprises arrêtant leurs comptes à partir du troisième trimestre 2010 (cf. graphique). Une telle situation prévaut notamment dans l'industrie et le commerce, deux secteurs générant à eux seuls 68 % du chiffre d'affaires des PME et 80 % de leur activité d'exportation.

Ce découpage infra-annuel souligne deux traits propres à la crise de 2008-2009 :
• son caractère nettement récessif, alors qu'une croissance de l'activité avait pu être préservée au cours de la précédente période de ralentissement (2001-2002) ;
• sa forte amplitude pour les entreprises ouvertes à l'international.

En second lieu, la progressivité de la reprise, et surtout le fait qu'elle est appréhendée au travers de comptes dont la clôture est échelonnée dans le temps, induit un biais dans toute mesure réalisée avant la fin de la collecte des données individuelles.

.../...

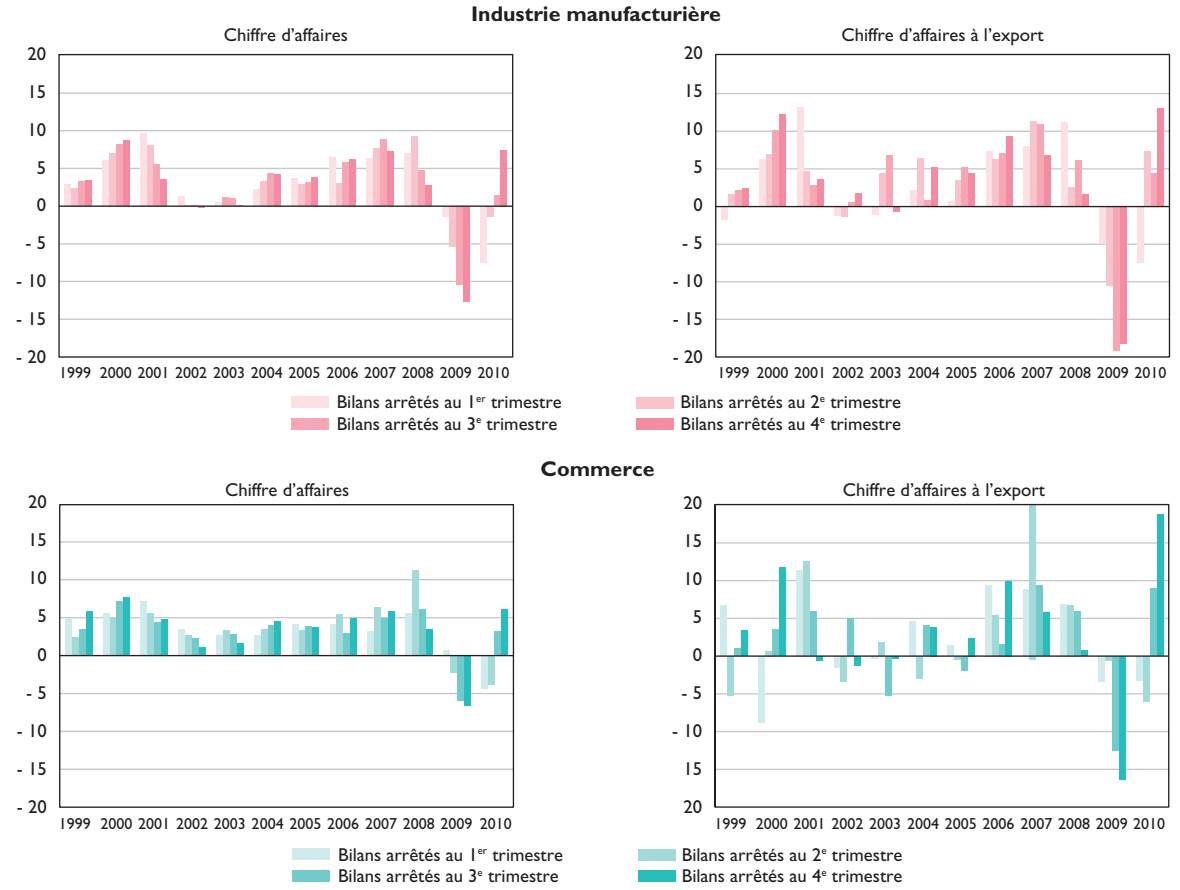
À partir du poids moyen du chiffre d'affaires réalisé par les PME au cours de chaque trimestre de clôture dans le chiffre d'affaires annuel, on redresse la pondération attribuée en l'état actuel de la collecte aux bilans clôturés en fin d'année. Ainsi calculé, ce biais suggère une sous-estimation du taux de croissance de l'activité commerciale des PME, de 0,6 point pour leur chiffre d'affaires global et de 1,1 point pour leur seul chiffre d'affaires à l'exportation. En 2010, le chiffre d'affaires global et le chiffre d'affaires à l'exportation des PME pourraient ainsi croître respectivement de 3,8 % et 11,7 % en données définitives.

Dans le cas des PME de l'industrie, le biais pourrait être de 0,7 point pour le chiffre d'affaires global comme pour le chiffre d'affaires à l'exportation. Le taux de croissance du chiffre d'affaires global des PME industrielles pourrait ainsi atteindre 4,5 % en 2010 et celui de leur seul chiffre d'affaires à l'exportation 10,2 %.

Dans le commerce, le biais serait du même ordre de grandeur pour le chiffre d'affaires global (0,6 point). Dans le cas de l'activité à l'exportation, le biais s'avère plus prononcé (2 points) [1] ; il ne se répercute cependant que faiblement dans l'activité totale des entreprises concernées, en raison de leur faible taux d'exportation (8,5 %). Le chiffre d'affaires global des PME du commerce pourrait au total croître de 3,4 % en 2010 et leur chiffre d'affaires à l'exportation de 12,7 %.

La reprise de l'activité dans les PME de l'industrie et du commerce

(variations annuelles en %, calculées pour chaque trimestre d'arrêté comptable)



Champ : PME définies au sens de la LME
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, août 2011

1 *En 2010, le chiffre d'affaires à l'exportation dans le commerce présente une forte volatilité infra-annuelle, avec une phase de reprise très marquée en fin d'année, bien visible sur le graphique.*

1|3 La reprise cyclique entraîne un accroissement modéré du BFRE des PME…

Le besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFRE) des PME augmente modérément, en moyenne de 2,2 % en 2010 (cf. tableau 3). La hausse atteint 3,3 % pour les PME mono unité légale et s'avère un peu plus faible dans le cas de PME constituées en groupe.

Les facteurs à l'origine de l'augmentation du BFRE des petites et moyennes entreprises ne sont pas identiques dans tous les secteurs. L'amélioration des carnets de commandes a ainsi permis aux PME de l'industrie manufacturière d'anticiper une remontée durable de la demande. Elles ont alors procédé sans attendre à la reconstitution de leurs stocks.

Pour les PME du commerce et du transport, ce processus se combine avec l'apparition d'un besoin de financement né de la variation du crédit interentreprises. Dans ces PME en effet, l'intensification du cycle de production s'est accompagnée d'un gonflement des dettes fournisseurs et plus encore des créances clients.

Dans le commerce spécifiquement, le crédit interentreprises est négatif en 2009 et 2010. Il diminue de 17,3 % en un an. Pour les entreprises concernées, cela se traduit par une baisse de leurs ressources en 2010 (cf. note (a) du tableau 3). Néanmoins, cette baisse n'a qu'un impact limité sur la variation du BFRE, dont le niveau varie surtout, dans ce secteur, avec celui des stocks. Le volume des stocks, plus élevé dans le commerce que dans le reste de l'économie, explique d'ailleurs la part prépondérante (42,4 %) portée par le secteur dans le besoin en fonds de roulement global des PME.

Dans le cas de la construction en revanche, l'activité des PME reste difficile pour la deuxième année consécutive. Le chiffre d'affaires se rétracte de 0,4 % en 2010 et le besoin en fonds de roulement d'exploitation augmente de 5,3 % en un an, sous l'effet de la forte poussée du crédit interentreprises. Cette situation peut apparaître préoccupante dans la mesure où elle intervient dans un secteur déjà doté d'un cycle d'exploitation long. Mais ce mouvement indique surtout qu'alors que le volume de transactions commerciales régresse, les conditions de paiement se tendent significativement, avec à la fois la remontée des délais clients et le repli des délais fournisseurs [2].

Tableau 3 Le besoin en fonds de roulement d'exploitation des PME

(en %)

	Répartition du BFRE	Variation 2010/2009	Dont :	
			Crédit interentreprises	Stocks
PME mono unité légale	40,5	3,3	11,3	2,3
PME multi unités légales	46,9	2,5	14,0	1,5
PME étrangères	12,7	- 2,5	- 0,5	1,2
Ensemble des PME	**100,0**	**2,2**	**10,3**	**1,8**
Dont principaux secteurs :				
Industrie manufacturière	*35,4*	*3,2*	*0,8*	*4,8*
Construction	*11,3*	*5,3*	*18,4*	*- 3,4*
Commerce	*42,4*	*2,9*	*- 17,3 (a)*	*1,9*
Transports et entreposage	*1,2*	*9,1*	*7,8*	*8,4*
Soutien aux entreprises	*3,2*	*- 2,2*	*6,9*	*2,7*

Champ : PME définies au sens de la LME, ayant remis leurs bilans en 2009 et 2010
Note de lecture : Le besoin en fonds de roulement d'exploitation est composé du solde commercial (également appelé crédit interentreprises), des stocks et du solde entres les autres créances et dettes d'exploitation.
(a) Le crédit interentreprises des PME du commerce est négatif en 2009 et 2010. Il constitue donc une ressource pour les entreprises, dans la mesure où le financement que leur procurent leurs fournisseurs est supérieur au crédit qu'elles-mêmes consentent à leurs clients. Une diminution du crédit interentreprises signifie dès lors une baisse des ressources (ou une hausse des besoins de financement), et inversement.
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, août 2011

2 *Le délai clients moyen des PME de la construction augmente de deux jours, pour s'établir à 74 jours de chiffre d'affaires, et leur délai fournisseurs diminue d'un jour pour s'établir à 66 jours d'achats. Sans amélioration de leurs délais clients et si leur activité ne bénéficie pas d'une reprise durable en 2011, la fin du dispositif temporaire des accords dérogatoires fin 2011 risque de confronter les PME de la construction à de réelles difficultés de trésorerie.*

Quelques secteurs tirent une ressource de l'allégement de leur BFRE, quoique dans le cadre d'activités habituellement peu génératrices de besoins de financement. Parmi ces secteurs, l'activité la plus représentative au plan macroéconomique, à savoir le soutien aux entreprises (11,8 % de la valeur ajoutée et 3,2 % du BFRE des PME) bénéficie en priorité de l'allégement de ses autres créances et dettes d'exploitation.

1|4 ...et favorise le recours au personnel extérieur

En 2010, l'emploi progresse de 1,9 % dans les PME (cf. tableau 4). Les effectifs progressent en particulier dans les entités constituées d'une seule unité légale. Par comparaison, les charges de personnel augmentent dans une proportion plus élevée (+ 3 %), principalement sous l'effet de la hausse du coût du travail. En raison de la revalorisation des salaires (+ 2,6 % en un an) et plus marginalement de la baisse du taux d'exonérations de charges patronales ou de l'effort de réduction des niches sociales inscrit dans la Loi de financement de la sécurité sociale (LFSS) 2010, le coût du travail s'accroît en effet au total de 2,9 % en 2010 (chiffres Insee).

Le recours à l'intérim joue par ailleurs un rôle significatif. Ainsi, pour les PME de l'industrie manufacturière, la part relative des charges de personnel extérieur dans l'ensemble des coûts salariaux des PME s'accroît de 0,8 point, et compense l'effet à la baisse que l'on aurait pu attendre du repli des effectifs.

Enfin, pour les entreprises dont le chiffre d'affaires croît plus que la moyenne (cas des PME multi unités légales, mais aussi dans l'industrie, le transport ou les activités de soutien), le recours à l'intérim a permis aux PME de s'adapter avec une certaine souplesse aux nouvelles conditions de la demande.

Tableau 4 Les effectifs et les charges de personnel

(en %)

	Répartition des effectifs permanents	Variation 2009/2010			
		Effectifs permanents	Charges de personnel	*dont charges de personnel extérieur*	Part en % des charges de personnel extérieur en 2010
PME mono unité légale	46,2	2,5	3,0	8,0	4,2 (+ 0,2 pt)
PME multi unités légales	46,9	1,5	3,0	10,3	6,7 (+ 0,4 pt)
PME étrangères	6,8	0,5	3,4	12,7	5,3 (+ 0,4 pt)
Ensemble des PME	**100,0**	**1,9**	**3,0**	**9,7**	**5,5 (+ 0,3 pt)**
Dont principaux secteurs :					
Industrie manufacturière	*24,0*	*-0,3*	*2,3*	*16,0*	*6,7 (+ 0,8 pt)*
Construction	*17,2*	*0,8*	*1,7*	*2,3*	*10,2 (+ 0,1 pt)*
Commerce	*29,0*	*1,9*	*2,7*	*7,4*	*3,2 (+ 0,1 pt)*
Transports et entreposage	*6,3*	*2,6*	*3,9*	*21,3*	*5,4 (+ 0,8 pt)*
Soutien aux entreprises	*11,4*	*5,3*	*4,7*	*13,3*	*3,5 (+ 0,3 pt)*

Champ : PME définies au sens de la LME, ayant remis leurs bilans en 2009 et 2010
Note de lecture : Les effectifs permanents sont mesurés hors recours à du personnel extérieur. En revanche, les charges de personnel font l'objet d'un retraitement afin de prendre en compte les charges de personnel extérieur. Les effectifs permanents incluent néanmoins le personnel mis à disposition par les entreprises d'intérim elles-mêmes PME. Dans l'ensemble de l'économie, l'effectif des prestataires d'intérim augmente en 2010 de 15 % pour les prestataires eux-mêmes PME et de 19 % pour les prestataires ETI.
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, données août 2011

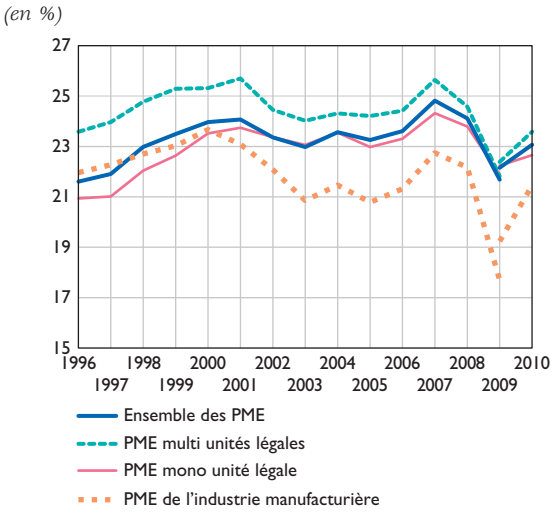
1|5 Les indicateurs de performance des PME s'améliorent, mais la question de leur niveau à long terme demeure

Soutenues par une demande plus robuste qu'un an plus tôt, bénéficiant d'un chiffre d'affaires en hausse associé à un essor plus mesuré de leur besoin de financement d'exploitation, les PME redressent en 2010 leur taux de marge et leur rentabilité économique (cf. graphiques 1 et 2).

Toutefois, la portée de ce rétablissement consécutif à une période difficile ne doit pas être surestimée. Le relèvement du taux de marge et de la rentabilité économique des PME reste très relatif sur le long terme. Au cours des quinze dernières années, les deux indicateurs suivent une tendance neutre, et soulignent de réelles faiblesses sectorielles [3]. Le taux de marge des PME de l'industrie manufacturière a décroché à partir des années deux mille et ne parvient pas, depuis, à se rapprocher du taux moyen. Quant aux PME de la construction, elles perdent en trois ans l'avance qu'elles avaient obtenue par rapport à l'ensemble des PME au cours des dix années précédant la crise. Seules les PME de services de soutien aux entreprises (11 % de la valeur ajoutée et de l'emploi salarié des PME) renforcent leur rentabilité sur le long terme, un atout pour ces entreprises soumises à une forte concurrence internationale et dont l'activité est la plus facilement délocalisable à l'étranger [4].

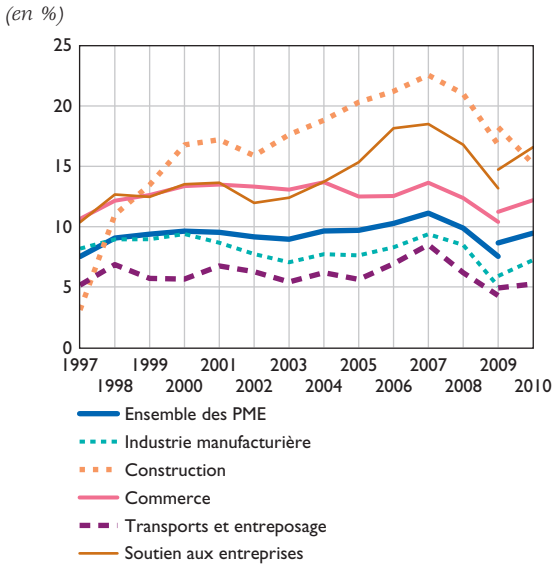
Dans le même temps, en Europe, seules les PME allemandes de l'industrie manufacturière parviennent à améliorer leur performance économique entre 2000 et 2008. Mais à l'instar des PME en France, leur situation se dégrade en 2009 (cf. ECCBSO, base européenne des comptes harmonisés – BACH ESD) [5].

Graphique 1 Taux de marge
Excédent brut d'exploitation sur valeur ajoutée



Champ : PME définies au sens de la LME
Note : Les bilans comptables n'étant pas encore tous disponibles pour l'exercice 2010, la comparaison entre 2009 et 2010 repose sur un échantillon d'entreprises présentes sur ces deux exercices : cela explique les deux derniers points particuliers de chaque graphique.
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, août 2011

Graphique 2 Rentabilité économique nette
Excédent net d'exploitation sur capital d'exploitation



Champ : PME définies au sens de la LME
Note : Cf. graphique 1
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, août 2011

3 *L'indisponibilité provisoire d'une partie des comptes arrêtés en fin d'année conduit fort probablement à surestimer le niveau du taux de marge en 2010. Celui-ci revient en réalité à son niveau de 1996-1997, soit la base inférieure du canal dans lequel le ratio évolue depuis 15 ans. Le biais, matérialisé ici par des ruptures dans la continuité des séries en 2009, provient d'une relation souvent inverse entre la qualité des bilans et leur délai de disponibilité : pour une date de clôture donnée, les entreprises en difficulté tendent à publier plus tardivement leurs comptes (cf. graphiques).*

4 *Cf. El Mouhoub 2011*

5 *Le résultat d'exploitation rapporté au chiffre d'affaires des PMI en Allemagne (chiffre d'affaires compris entre 10 et 50 millions d'euros) était de 3,8 % en 2000, de 5,3 % en 2008 et de 3,3 % en 2009. Dans le cas de PMI en France ce ratio passe de 3,9 % en 2000 à 4,2 % en 2008 et 2,8 % en 2009.*

Tableau 5 L'évolution des composantes du taux de marge entre 2009 et 2010

(en %)

	Variation 2009/2010				
	Valeur ajoutée	Charges de personnel (1)	Impôts à la production (a) (2)	Subventions d'exploitation (3)	Excédent brut d'exploitation (4)
PME mono unité légale	2,3	3,0	- 14,7	9,1	4,2
PME multi unités légales	3,8	3,0	- 9,2	- 4,7	9,3
PME étrangères	5,3	3,4	- 3,9	6,2	14,9
Ensemble des PME	**3,3**	**3,0**	**- 10,9**	**2,5**	**7,5**
Dont principaux secteurs :					
Industrie manufacturière	*3,9*	*2,3*	*- 13,6*	*8,8*	*15,8*
Construction	*- 1,5*	*1,7*	*- 18,1*	*10,3*	*- 10,8*
Commerce	*3,3*	*2,7*	*- 8,3*	*4,1*	*8,2*
Transports et entreposage	*2,4*	*3,9*	*- 17,0*	*12,6*	*2,9*
Soutien aux entreprises	*5,0*	*4,7*	*- 8,1*	*4,2*	*9,1*
Pour mémoire : structure de la valeur ajoutée (1) + (2) - (3) + (4)	100	72,7	4,8	0,6	23,1

Champ : PME définies au sens de la LME ayant remis leurs bilans en 2009 et 2010
(a) Impôts et taxes à la production (= Impôts et taxes hors IS)
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, données août 2011

Pourtant, les variables de coûts qui président à la formation du taux de marge ne subissent pas de dégradations majeures en 2010 (cf. tableau 5). Les charges de personnel augmentent dans des proportions maîtrisées, déterminées par l'évolution du coût du travail (inflation salariale modérée) ainsi que par un recours accru au travail temporaire (cf. point précédent). Simultanément, les PME bénéficient d'un allégement significatif et général de la fiscalité sur la production, en particulier grâce à la réforme de la taxe professionnelle.

Ce mouvement s'inscrit dans une perspective plus longue : depuis 1999, la part des charges de personnel évolue dans une fourchette comprise entre 71,4 et 73,7 % et celle des impôts à la production dans la valeur ajoutée passe de 6,1 à 4,8 % entre 1996 et 2010 (données FIBEN).

Au total, associée à l'incertitude sur la solidité de la reprise mondiale, ainsi qu'à la crainte de risques concernant les perspectives d'accès au crédit dont font part certaines entreprises, cette question de la rentabilité constitue probablement l'une des raisons majeures d'un attentisme que suggèrent l'augmentation de la trésorerie des PME, le renforcement de leurs capitaux propres et l'atonie de leur investissement.

2| La structure des bilans des PME montre que la prudence reste de mise

2|1 Les PME continuent de renforcer leur trésorerie

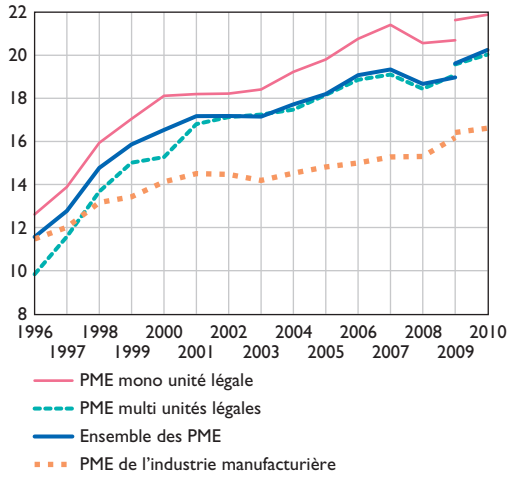
En 2010, les PME augmentent encore le niveau de leur trésorerie (+ 8,4 % par rapport à 2009). L'encours de leurs liquidités représente désormais plus d'un cinquième de l'actif total, soit pratiquement le double de la proportion observée en 1996 (cf. graphique 3).

Le poids de la trésorerie est plus élevé dans les entreprises mono unité légale que dans les autres (respectivement 22 % et 20 %) ; il est plus faible dans l'industrie manufacturière, en niveau comme en progression.

Ces liquidités sont composées de disponibilités, de valeurs mobilières de placement et de créances à court terme détenues sur le groupe et les associés. Les disponibilités au sens strict en constituent la moitié, soit 10 % des éléments de l'actif total des PME (13 % dans le cas des PME mono unité légale).

Graphique 3 Part de la trésorerie à l'actif du bilan

(en %)



Champ : PME définies au sens de la LME
Note : Cf. graphique 1
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, août 2011

Ce résultat d'ensemble recouvre d'assez fortes disparités : un quart des PME dispose d'un encours de trésorerie inférieur à 5 % de leur bilan, tandis qu'à l'opposé de la distribution, un quart des entreprises détient une trésorerie supérieure à 37 % du bilan.

Le classement des PME en quatre populations (même nombre d'entreprises au sens de la LME) selon le niveau de la trésorerie met en évidence des profils types très différenciés (cf. tableau 6 et graphique 4).

Les PME disposant de liquidités élevées (dernier quart de la population, dont la trésorerie représente en moyenne plus de 63 % du bilan) se distinguent :

• du côté des ressources, par un niveau de capitaux propres très substantiel (61 % des ressources), associé à un endettement financier peu élevé (18 % des ressources) ;

• à l'actif du bilan, par le faible poids des immobilisations (moins de 30 %) et par des besoins en fonds de roulement limités ;

• par un taux d'investissement (6 % de la valeur ajoutée) deux fois moins élevé que celui de l'ensemble des PME, mais qui contrairement au reste de la population, s'inscrit en hausse ;

• par une rentabilité nette supérieure, en raison de faibles charges financières et de dotations nettes aux amortissements et provisions limitées ;

• par un taux d'épargne assez faible (poids des dividendes versés, et dans une moindre mesure des prélèvements de l'État, notamment de l'impôt sur les sociétés).

À l'inverse, les PME dotées d'un faible niveau de trésorerie (premier quart de la population, dont la trésorerie représente en moyenne 2 % seulement du bilan) se caractérisent par :

• un recours plus massif à l'endettement financier (près de 43 % des ressources), notamment par voie d'endettement bancaire ;

• le poids de leurs immobilisations (plus de 64 % du bilan) ;

• un taux d'investissement élevé (25 % de la valeur ajoutée) ;

• une rentabilité nette obérée par les charges financières et les dotations nettes aux amortissements et provisions ;

• un taux d'épargne favorisé par le poids réduit des dividendes versés et de l'impôt.

Ces typologies sont caractéristiques de certains secteurs d'activité. Notamment, l'industrie est très présente parmi les PME dotées d'un faible niveau de trésorerie.

Le résultat sur l'investissement doit par ailleurs être nuancé, en tenant compte de caractéristiques propres aux PME. Les dépenses d'investissement ne donnent pas souvent lieu à un flux régulier de dépenses à chaque exercice comptable. Le renouvellement de l'appareil productif intervient généralement au bout de quelques années seulement, à l'issue d'une période d'accumulation de liquidités. Dans cette hypothèse, le fait que les PME dotées d'une épargne abondante augmentent leurs liquidités (+ 16 %) en même temps qu'elles relancent leur investissement (+ 7 %) ne constitue pas un paradoxe. Une telle situation peut aboutir à la transformation ultérieure d'une part plus massive de cette épargne en capital productif [6].

6 *De fait, l'appareil productif des PME dont la trésorerie est la plus importante, est aussi celui qui est le plus amorti.*

L'analyse met en évidence des relations entre niveau de trésorerie et structure financière des PME (cf. graphique 4). Si le taux d'investissement décroît au fur et à mesure qu'augmente le niveau de trésorerie, il existe un seuil au-delà duquel cette relation n'a que peu d'effet. Entre le troisième et le dernier quart des entreprises étudiées, le différentiel de trésorerie est très substantiel, mais ne s'accompagne que d'un retrait limité de l'investissement. Les impacts sur le taux de marge et le taux d'épargne sont plus faibles. Il apparaît enfin que le niveau de trésorerie des entreprises augmente alors que décroît leur intensité capitalistique (poids des immobilisations d'exploitation) et que s'accroissent leurs capitaux propres.

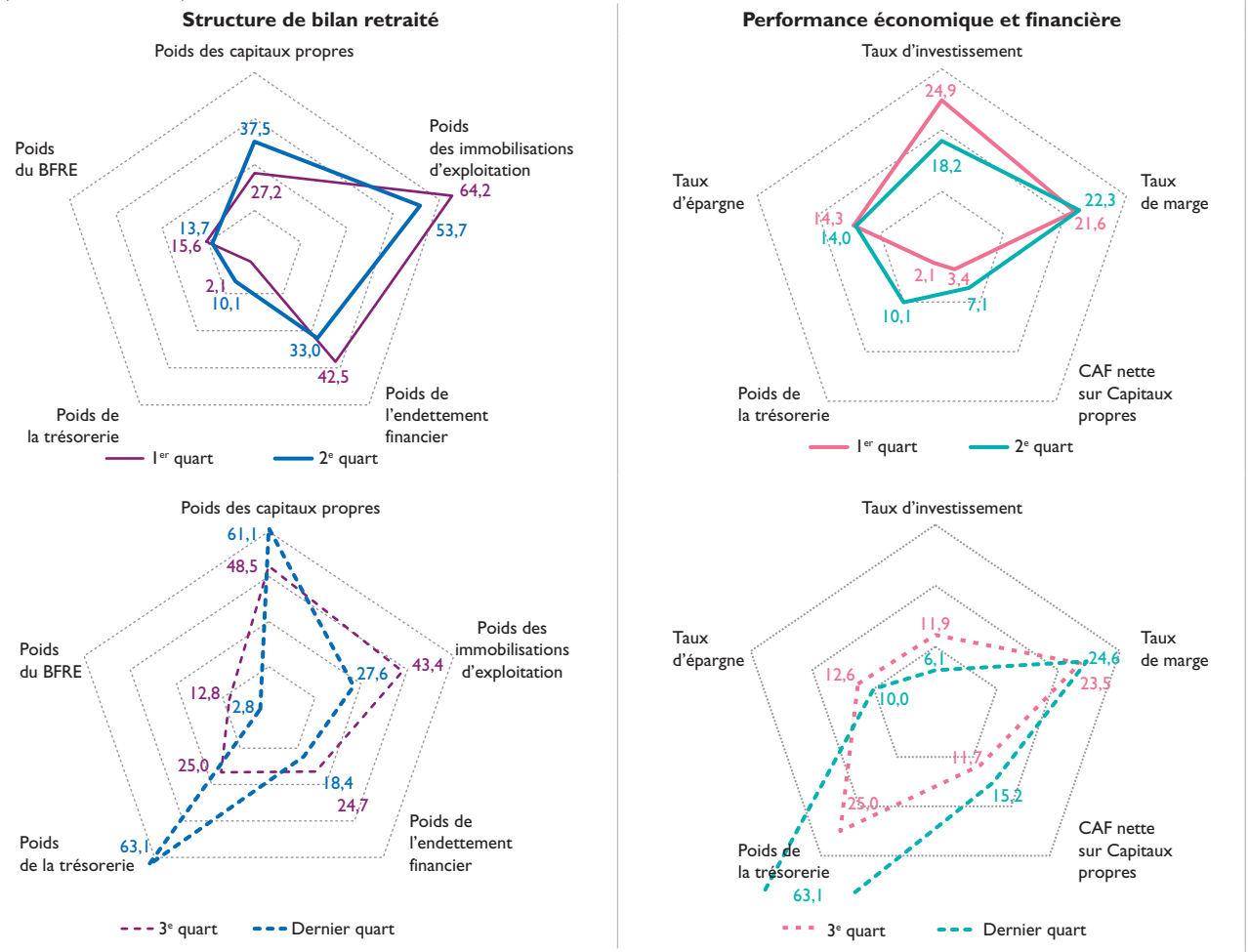
Tableau 6 Typologie des PME, selon le poids de la trésorerie dans leur bilan (2010)

	Total	1er quart	2e quart	3e quart	Dernier quart
Seuil en termes de trésorerie dans le bilan		Moins de 4,9 %	De 4,9 % à 16,5 %	De 16,5 % à 37,3 %	Plus de 37,3 %
	Montants moyens (en milliers d'euros sauf effectifs)				
Trésorerie	705	84	447	882	1 408
Total des ressources	3 559	4 029	4 447	3 529	2 231
Capitaux propres	1 459	1 096	1 667	1 710	1 363
Endettement financier	1 117	1 714	1 470	871	411
dont endettement bancaire	*732*	*1 186*	*1 023*	*534*	*186*
Valeur ajoutée	1 307	1 015	1 450	1 471	1 292
Effectifs	20	17	24	23	18
	Structure de l'actif retraité (en %) (a)				
Immobilisations d'exploitation	50,0	64,2	53,7	43,4	27,6
Autres immobilisations	18,5	17,9	22,4	19,2	11,0
BFR exploitation	12,3	15,6	13,7	12,8	2,8
dont crédit interentreprises	*4,3*	*3,9*	*4,4*	*5,8*	*2,7*
dont stocks	*14,4*	*15,4*	*14,4*	*14,3*	*12,8*
BFR hors exploitation	- 0,7	0,2	0,2	- 0,4	- 4,5
Trésorerie	19,8	2,1	10,1	25,0	63,1
	Structure du passif retraité (en %) (a)				
Capitaux propres	41,0	27,2	37,5	48,5	61,1
Amortissements et provisions	27,6	30,2	29,5	26,9	20,5
Endettement financier	31,4	42,5	33,0	24,7	18,4
endettement bancaire	*20,6*	*29,4*	*23,0*	*15,1*	*8,3*
dont concours bancaires courants	*3,3*	*5,2*	*3,2*	*2,1*	*1,7*
autres dettes financières	*10,8*	*13,1*	*10,1*	*9,6*	*10,1*
	Ratios structurels (en %) (a)				
Endettement financier / Capitaux propres	76,5	156,3	88,1	50,9	30,2
Taux d'investissement	14,7	24,9	18,2	11,9	6,1
Taux de marge	23,1	21,6	22,3	23,5	24,6
CAF nette sur Total des ressources	4,0	0,9	2,7	5,7	9,3
CAF nette sur Capitaux propres	9,7	3,4	7,1	11,7	15,2
Taux d'épargne	12,7	14,3	14,0	12,6	10,0
	Variation annuelle (en %) (b)				
Trésorerie	8,4	- 41,1	- 0,2	10,2	15,9
Investissement	- 11,3	- 23,0	- 6,7	- 6,9	6,7
Capitaux propres	6,7	6,7	5,7	6,2	8,4

Champ : PME définies au sens de la LME
Note de lecture : Le total des ressources (passif retraité) est constitué des capitaux propres, de l'endettement financier et des amortissements et provisions cumulés. Il diffère donc du total du bilan comptable non retraité (total de l'actif ou du passif nets des amortissements et provisions et avant retraitement des besoins en fonds de roulement).
(a) Données non cylindrées (entreprises au sens de la LME)
(b) Données cylindrées 2009-2010, sur la base des unités légales
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, données août 2011

Graphique 4 Quatre profils de PME selon le poids de leur trésorerie

(ratios moyens en %)



Champ : PME définies au sens de la LME

Notes : Profils de PME :

1er quart : part de la trésorerie < à 4,9 % du total de bilan retraité

2e quart : part de la trésorerie de 4,9 % à 16,5 % du total de bilan retraité

3e quart : part de la trésorerie de 16,5 % à 37,3 % du total de bilan retraité

dernier quart : part de la trésorerie > à 37,3 % du total de bilan retraité

Définition des indicateurs utilisés :

Poids exprimés en pourcentage du total du bilan retraité pour les indicateurs de structure

Taux d'épargne : autofinancement/revenus répartis

Taux d'investissement : investissement (corporel et incorporel)/valeur ajoutée

Taux de marge : excédent brut d'exploitation/valeur ajoutée

Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, août 2011

2|2 Les capitaux propres atteignent un niveau élevé

En 2010, les capitaux propres des PME augmentent de 6,7 % après s'être accrus de 3,8 % en 2009. Le ratio de capitaux propres sur le total des ressources n'a cessé de s'élever depuis la fin des années quatre-vingt-dix, période à laquelle il était inférieur à 35 %, pour atteindre désormais 41 % des ressources des PME [7]. La crise a certes ralenti la progression du ratio en 2008 et 2009, mais avec l'amélioration des résultats, celui-ci se renforce en 2010 (cf. graphique 5).

Les capitaux propres sont constitués de plusieurs composantes et sont notamment alimentés par la part non distribuée des résultats des années passées. L'exercice 2010 affiche ainsi un gain de près de 11,7 milliards d'euros provenant principalement d'une hausse des réserves, mais également d'une progression des résultats en 2010. Le report à nouveau a en revanche joué négativement en 2010, conséquence de la chute des résultats en 2008 et en 2009 (cf. graphique 6).

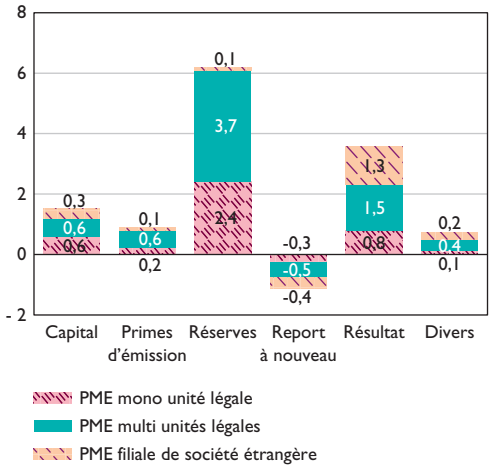
De fait pour ces deux exercices, la baisse des résultats a pesé sur la variation des capitaux propres, même si ces derniers ont continué d'augmenter [8] (respectivement + 6,4 % et + 3,8 %). Avant la crise, toutes les composantes contribuaient positivement au renforcement des capitaux propres (+ 10,7 % au total en 2007).

La distribution du ratio de capitaux propres en 2010 met en évidence d'assez fortes disparités. Un quart des PME présentent des capitaux propres inférieurs à 26 % de leurs ressources en 2010, 10 % d'entre elles des capitaux propres inférieurs à 10 %, et 5 % ont des capitaux propres négatifs [9]. Sur la base des comptes de 2009, le besoin en fonds propres nécessaires pour qu'aucune PME ne dépasse un taux d'endettement de 200 % (endettement financier sur capitaux propres) est par ailleurs estimé à 18,7 milliards d'euros.

Graphique 5 Capitaux propres des PME

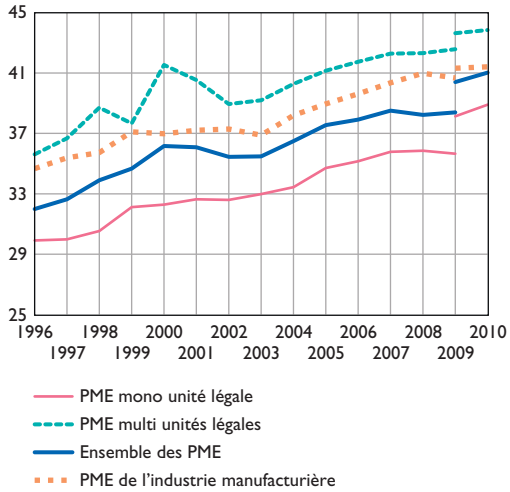
Composantes des capitaux propres

Variation 2010/2009 : + 11,7 milliards d'euros (+ 6,7 %)
(montants en milliards d'euros)



Part des capitaux propres dans le bilan

(en %)



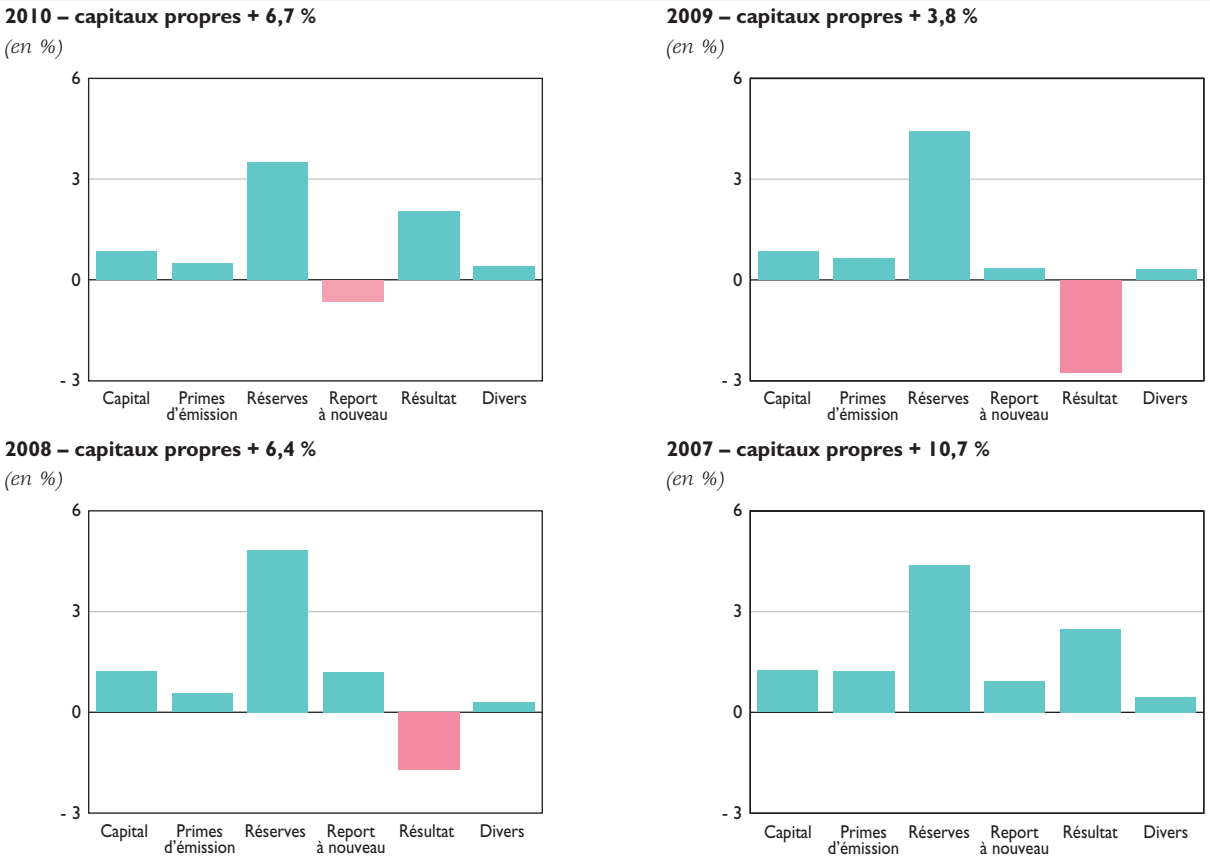
Champ : PME définies au sens de la LME
Note (graphique de droite) : cf. graphique 1
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, août 2011

7 *La neutralisation des doubles comptes issus de l'agrégation des bilans d'unités légales appartenant à la même entreprise ramènerait ce ratio à un niveau légèrement inférieur, mais toujours en progression par rapport à 2009. Néanmoins, au moment où est réalisée l'étude, tous les bilans ne sont pas collectés ; à ce stade le calcul reste donc approximatif.*

8 *Pour que les capitaux propres baissent en valeur absolue au cours d'une année n, il faut toutes choses égales par ailleurs que les résultats de l'année n diminuent davantage que les bénéfices non distribués de l'année n-1, ces derniers venant accroître les réserves et le report à nouveau.*

9 *Ce taux est probablement sous-estimé au moment où est réalisée l'étude. En effet, les résultats pour 2010 reposent sur un échantillon encore incomplet, concentré sur les bilans des PME les plus solides.*

Graphique 6 La contribution des composantes à la variation des capitaux propres des PME



Champ : PME définies au sens de la LME
Note : Les graphiques illustrent la contribution de chaque composante à la variation globale des capitaux propres ; par exemple en 2009, la baisse des résultats a pesé négativement (- 2,8 points) dans la variation des capitaux propres (+ 3,8 %)
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, août 2011

2|3 Le taux d'investissement des PME atteint l'un de ses plus bas niveaux depuis 1996

La reprise de l'activité n'a pas relancé l'investissement des PME en 2010, en recul de 11 %. Rapporté à la valeur ajoutée, il baisse à nouveau dans des proportions importantes entre 2009 et 2010, atteignant dans pratiquement tous les secteurs l'un de ses plus bas niveaux depuis 1996 (cf. graphique 7). Toutefois, ce repli est en partie conditionné par la progression de la valeur ajoutée (+ 3,3 %) et son ampleur est deux fois moindre qu'en 2008-2009. Par ailleurs, si l'on exclut les activités immobilières, la baisse de l'investissement revient à moins de 8 % [10].

À la différence des entreprises de grande taille, pour lesquelles une forte intensité capitalistique implique souvent l'existence d'un flux d'investissement structurel, les PME engagent souvent ces dépenses au cas par cas, en fonction de la visibilité dont elles disposent sur les marchés et de l'obsolescence de leurs équipements. Une proportion importante de PME ne réalise ainsi chaque année que peu d'acquisitions régulières en capital fixe (pour les trois quarts d'entre elles par exemple, le taux d'investissement reste inférieur à 11 % en 2010 et pour plus de la moitié il ne dépasse pas 4 %) et la population des PME qui investissent connaît chaque année un fort renouvellement.

L'accroissement de la trésorerie des PME relevé depuis 2008 aurait pu permettre une reprise

10 Leur taux global d'investissement présente une grande sensibilité (investissement total important et fluctuant, associé à une valeur ajoutée faible).

Tableau 7 L'investissement dans les PME en 2010 (y compris les acquisitions par crédit-bail)

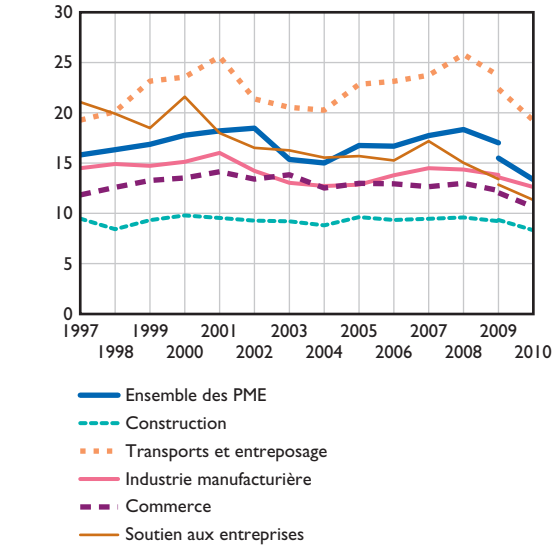
(en %)

	Répartition de l'investissement	Variation 2010/2009	Taux d'investissement	
			2009	2010
PME mono unité légale	38,8	- 11,1	13,7	12,0
PME multi unités légales	51,4	- 8,2	16,3	14,5
PME étrangères	9,8	- 25,3	19,6	13,9
Ensemble des PME	**100,0**	**- 11,3**	**15,5**	**13,4**
Dont principaux secteurs :				
Industrie manufacturière	*22,3*	*- 4,1*	*13,6*	*12,6*
Construction	*10,4*	*- 12,3*	*9,3*	*8,3*
Commerce	*22,3*	*- 9,1*	*12,0*	*10,6*
Transports et entreposage	*8,0*	*- 12,1*	*22,4*	*19,2*
Soutien aux entreprises	*9,8*	*- 8,2*	*12,9*	*11,3*

Champ : PME définies au sens de la LME ayant remis un bilan en 2009 et en 2010
Note de lecture : En prenant en compte tous les bilans disponibles (et pas seulement ceux présents en 2009 et 2010), le taux d'investissement s'établit à 14,7 % en 2010 et 17 % en 2009.
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, données août 2011

Graphique 7 Taux d'investissement sur valeur ajoutée

(en %)

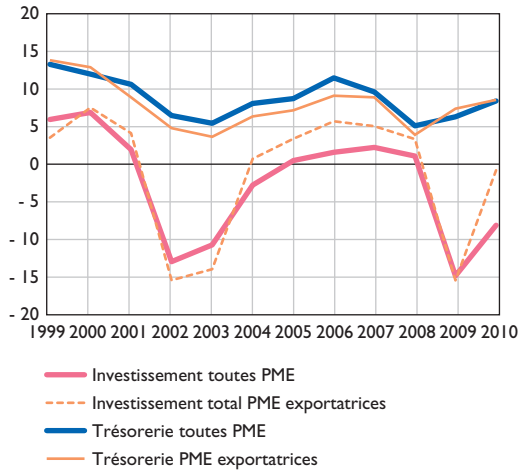


Champ : PME définies au sens de la LME
Note : Cf. graphique 1
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, août 2011

significative de l'investissement de certaines entreprises, notamment exportatrices, dès le courant de 2010 (cf. graphique 8). Cela ne fut pas le cas, même si le recul de 2010, plus modéré que celui de 2009, peut être interprété comme un signal positif. L'existence d'un volume critique de trésorerie semble une condition préalable à tout programme d'importance, notamment pour les partenaires financiers, mais n'est en elle-même pas suffisante. La perception de risques économiques persistants a ainsi pu engager certains exploitants sinon à annuler, du moins à différer l'essentiel de leurs décisions d'investissement à 2011, voire au-delà [11].

Graphique 8 Taux de croissance annuel de l'investissement et de la trésorerie des PME
Ensemble des PME et PME exportatrices, 1998 – 2010

(en %)



Champ : PME définies au sens de la LME, hors activités immobilières
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, août 2011

11 L'enquête semestrielle de conjoncture d'Oséo (juillet 2011) indique que l'investissement des PME se redresse nettement en 2011.

3| Les PME recourent peu à l'endettement

3|1 L'endettement financier des PME reste contenu…

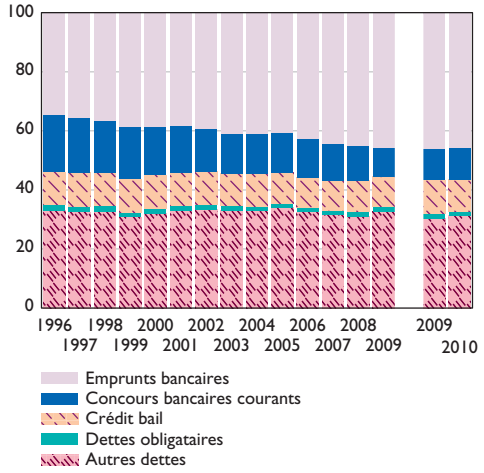
Le recours à l'endettement financier ne progresse que de 1,5 % en 2010 (cf. tableau 8). Parmi ses composantes, seuls les concours bancaires courants s'accroissent (2,9 %), en liaison avec la reprise des besoins en fonds de roulement. L'encours d'affacturage (18 % des concours bancaires courants) rebondit notamment de plus de 17 % [12].

Sur le long terme, les PME ont progressivement modifié leurs sources de financement ; le poids des concours bancaires courants (crédits à court terme) dans l'endettement financier s'est réduit, et le recours au financement bancaire à moyen et long terme s'est significativement accru. Depuis 1996, la part des concours bancaires courants a ainsi été divisée par deux, pour ne plus représenter que 11 % du financement total des PME en 2010. La part des crédits à moyen et long terme est passée sur la même période de 34 à 46 % (cf. graphique 9).

Dans le même intervalle, le recours aux autres modes de financement est resté très stable : le financement non bancaire réalisé en dehors du marché (autres dettes) représente environ un tiers du financement des PME (33 % en 2010) et le crédit-bail entre 10 et 12 % (11 % en 2010). Le recours des PME au financement par le marché reste très marginal, en raison notamment de barrières à l'entrée relativement dissuasives pour les entreprises de taille modeste [13].

Graphique 9 Composition de l'endettement financier des PME

(en %)



Champ : PME définies au sens de la LME
Note : Cf. graphique 1
Endettement bancaire = concours bancaires courants + emprunts bancaires
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, août 2011

Tableau 8 L'endettement financier des PME en 2010

(en %)

	Répartition de l'endettement financier	Variation 2009/2010				
		Endettement financier	1 : Endettement bancaire	*1.1 : Concours bancaires courants*	2 : Obligations	3 : Intragroupe, associés et autres
PME mono unité légale	32,7	- 0,3	- 1,4	1,4	- 4,2	3,5
PME multi unités légales	52,3	3,4	1,9	- 0,8	11,4	6,4
PME étrangères	14,9	- 0,7	- 1,1	27,7	- 39,5	2,2
Ensemble des PME	**100,0**	**1,5**	**0,3**	**2,9**	**- 5,3**	**4,7**
Dont principaux secteurs :						
Industrie manufacturière	*19,2*	*5,0*	*5,6*	*0,6*	*- 7,4*	*4,5*
Construction	*8,3*	*0,3*	*- 0,9*	*- 1,4*	*18,3*	*2,5*
Commerce	*27,1*	*0,5*	*- 0,9*	*1,8*	*2,7*	*3,7*
Transports et entreposage	*4,6*	*- 0,8*	*- 1,4*	*18,6*	*4,9*	*1,6*
Soutien aux entreprises	*7,1*	*4,2*	*- 0,3*	*3,8*	*- 7,3*	*12,2*

Champ : PME définies au sens de la LME ayant remis un bilan en 2009 et en 2010
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, données août 2011

12 Des évolutions dans la méthodologie d'analyse financière permettent désormais d'intégrer l'affacturage dans les concours bancaires courants, au même titre que les effets escomptés non échus.
13 Les difficultés d'accès des PME au marché financier sont réelles, qu'il s'agisse du marché des actions ou du marché obligataire. Le mouvement de rapprochement entre plusieurs opérateurs boursiers, qui a contribué à éloigner les PME des intermédiaires de marché, se superpose aujourd'hui à la question plus traditionnelle du coût d'accès au marché.

3|2 …comme en témoigne la stagnation de l'endettement bancaire

L'endettement bancaire est la principale composante de l'endettement financier des PME (plus de 67 %). Or, il stagne en 2010. Cette tendance peut être rapprochée de celle des données mensuelles publiées à partir des informations collectées par la Centrale des risques en matière de distribution du crédit [14]. Si l'on met en cohérence les deux sources statistiques en prenant soin de mesurer le crédit sur une population comparable de PME, (c'est-à-dire uniquement celles pour lesquelles un bilan est disponible dans FIBEN, dites « PME avec bilan »), la variation en glissement annuel des encours de crédits mobilisés auprès des « PME avec bilan » est restée proche de zéro entre 2009 et juin 2011 (cf. graphique 10).

La remontée des encours de crédit telle que mesurée par la Centrale des risques (+ 5,6 % en glissement annuel en juin 2011) tient à plusieurs explications :

• cette source couvre un échantillon très large d'unités légales classées en PME (plus de 1,3 million), comparé à celui des « PME avec bilan » (167 000 unités légales) ; il intègre en partie des informations sur des entreprises pour lesquelles aucune donnée comptable n'est disponible ;

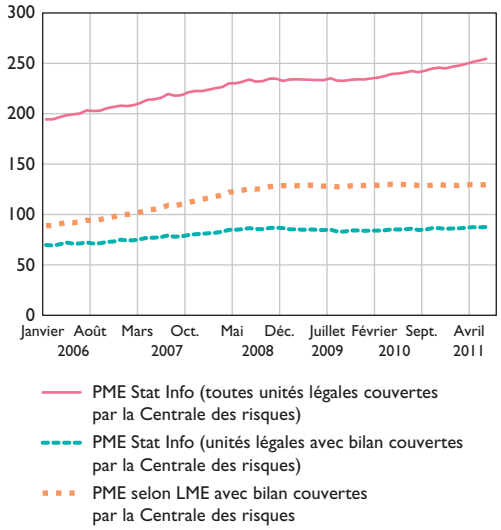
• le poids relatif de l'agriculture et de l'action sociale y est particulièrement important (plus du tiers des encours, contre 5 % dans les « PME avec bilan ») ;

• l'information disponible dans les bilans permet de cibler les PME selon des critères conformes au décret d'application de la LME (cf. annexes 1 et 2) ; ceci n'est pas sans induire des différences dans le classement des unités légales et donc dans la composition des deux populations : ainsi, selon la Centrale des risques, la croissance des encours de crédits mobilisés est très marquée pour les PME de groupe (+ 8,7 % en juin 2011), dont certaines sont reclassées en entreprises de taille intermédiaire (ETI) ou en grandes entreprises au sens de la LME ;

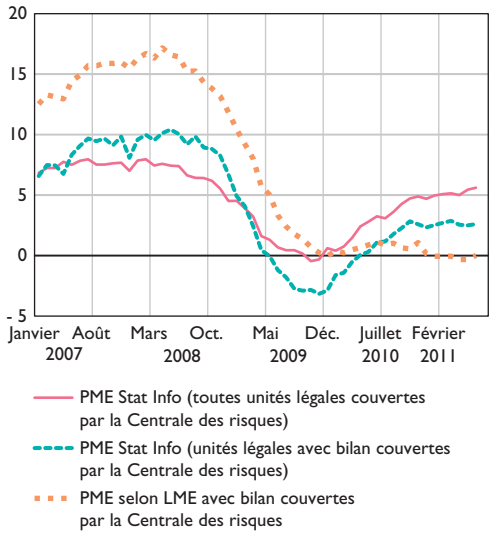
• enfin, les activités immobilières exclues du champ des PME tel que défini dans la Centrale des risques sont pour partie classées en PME dans l'étude des bilans (or ce sous-ensemble des activités immobilières enregistre un ralentissement de ses encours sur la période récente).

Graphique 10 Encours de crédits mobilisés par les PME

(encours en milliards d'euros)



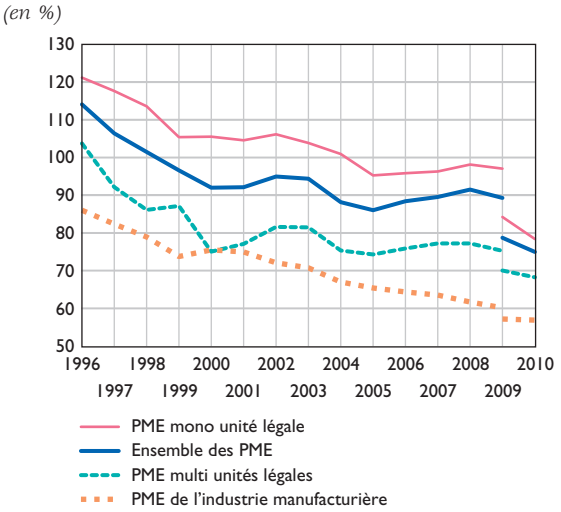
(taux de croissance en glissement annuel, en %)



Source : Banque de France, direction des Entreprises – Centrale des risques, août 2011

14 Ces résultats sont désormais publiés chaque trimestre dans le STAT INFO *dédié aux PME (*http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/economie/economie-entreprises/credit-type-entreprise.htm*)*

Graphique 11 Taux d'endettement
Endettement financier sur capitaux propres



Champ : PME définies au sens de la LME
Note : Cf. graphique 1
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, août 2011

3|3 Avec la hausse de leurs capitaux propres, le taux d'endettement des PME diminue

Dans ces conditions, le taux d'endettement mesuré par rapport aux capitaux propres baisse pour la deuxième année consécutive (cf. graphique 11). Après s'être légèrement accru entre 2005 et 2008, il diminue à nouveau pour retrouver en 2010 son plus bas niveau historique (75 %) [15].

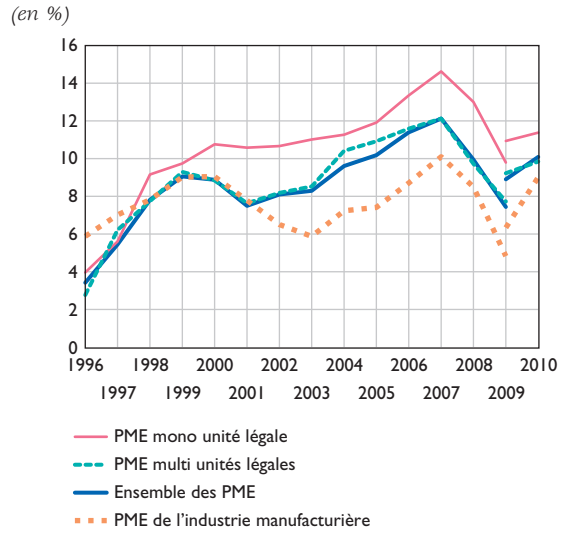
3|4 La rentabilité financière nette et le taux d'épargne se redressent

À la faveur d'un faible endettement et de conditions de taux toujours favorables, les charges financières diminuent de 11 %. Conjuguée à la réduction des dotations nettes aux provisions et aux amortissements, cette baisse entraîne une amélioration de la capacité nette d'autofinancement (+ 21 % en 2010). Mesurée par rapport aux capitaux propres, la rentabilité financière nette des PME s'améliore en 2010, revenant autour de 10 %. Les PME de l'industrie manufacturière retrouvent un taux de rentabilité proche de celui de 2007 (cf. graphique 12).

Des écarts importants existent cependant : 20 % des PME pour lesquelles le bilan de 2010 est disponible ont une capacité nette d'autofinancement négative. Le niveau de rentabilité financière nette en dessous duquel se situent 50 % des PME étudiées est stable (rentabilité de 12,3 %), de même que le niveau du premier quartile (25 % de la population se situe en deçà d'une rentabilité de 3,3 %). La valeur du premier décile (délimitant les dix premiers pourcentages de la population) s'améliore en revanche, passant de – 11,4 % à – 8,1 %. Une amélioration significative se produit donc pour les entreprises dont les performances apparaissaient les plus dégradées en 2009.

L'amélioration de la rentabilité financière nette profite au taux d'épargne. Celui-ci gagne 0,6 point à 12,6 %, mais ne retrouve pas son niveau d'avant crise (14 % en 2007). Cette légère hausse s'explique par la stabilité des dividendes versés, dont le poids dans le revenu global diminue légèrement, par le recul de la part des prélèvements de l'État (effets de la réforme de la taxe professionnelle) et surtout des prêteurs (faible endettement et conditions de taux toujours favorables). Néanmoins de nombreuses PME ne parviennent pas à dégager une épargne positive : 10 % d'entre elles affichent un taux d'épargne négatif inférieur à – 5 % du revenu global.

Graphique 12 Rentabilité financière nette
Capacité nette d'autofinancement sur capitaux propres



Champ : PME définies au sens de la LME
Note : Cf. graphique 1
Source : Direction des Entreprises – Base FIBEN, août 2011

15 Une fois la collecte des bilans 2010 achevée, ce taux devrait remonter, mais sans remettre en cause sa baisse tendancielle.

Annexe 1

Les données FIBEN

La base des comptes sociaux

Les comptes sociaux sont collectés *via* les succursales de la Banque de France. Ces firmes représentent un tiers des sociétés imposées au bénéfice industriel et commercial ou au bénéfice réel normal (BIC-BRN). La collecte concerne toutes les entreprises exerçant leur activité sur le territoire français dont le chiffre d'affaires excède 0,75 million d'euros ou dont l'endettement bancaire dépasse 0,38 million d'euros. Le taux de couverture en termes d'effectifs est de plus de 75 % dans la plupart des secteurs et atteint ou dépasse 80 % dans le commerce et l'industrie.

Champ retenu pour l'analyse des comptes sociaux

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

Les principaux ratios utilisés

La méthodologie d'analyse financière et la définition des ratios utilisés est disponible sous le lien suivant : *http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/telechar/economie/entreprises/statent/OBS10_142_DOSSIER_STAT_SE_2009_Final.pdf*

Les liens financiers

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

La Centrale des risques

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

Annexe 2

La définition et le poids des PME dans FIBEN

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

Le décret d'application de la LME de décembre 2008 définit la notion statistique d'entreprise [1]. Il précise, dans la continuité des définitions de la Commission européenne, les catégories de tailles d'entreprises et les critères permettant de les déterminer. Ces derniers sont au nombre de quatre : les effectifs, le chiffre d'affaires, le total de bilan des unités légales et les liens financiers les reliant.

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

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

Les PME sont les entreprises de moins de 250 salariés, avec un chiffre d'affaires inférieur à 50 millions d'euros ou un total de bilan inférieur à 43 millions d'euros. Ces PME peuvent être mono unité légale ou bien se composer d'un ensemble d'unités légales, qui dépendent d'une tête de groupe française ou étrangère.

Le secteur d'activité repose sur la nomenclature agrégée 2008, elle-même issue de la NAF rév. 2.
Dans le cas d'une entreprise multi unités légales, le secteur est déterminé à partir d'un regroupement par secteur des unités légales. Le secteur retenu est celui des unités légales dont le poids dans l'entreprise est le plus important en termes de chiffre d'affaires, à condition que celui-ci excède 50 %. Dans le cas contraire, le classement par secteur des différents « regroupements » d'unités légales est effectué sur le critère des effectifs, toujours à condition que le poids dépasse 50 %. Sinon, on revient au classement par chiffre d'affaires, en retenant le secteur des unités dont la part est la plus forte.

Les doubles comptes ne sont pas retraités dans cette analyse.
L'agrégation des comptes individuels d'unités légales induit l'enregistrement de doubles comptes qui doivent être normalement retraités au niveau de chaque entreprise. Pour pouvoir être effectué correctement, le retraitement de ces doubles comptes nécessite de disposer de tous les bilans de l'exercice 2010, ce qui n'est pas encore le cas au moment où cette étude est réalisée [2]. Le poids de ces doubles comptes touchant notamment les capitaux propres, l'endettement financier et les revenus ou charges financières, est néanmoins relativement limité dans les PME.

1 *Cf. décret n° 2008-1354 sur le site* http://www.legifrance.gouv.fr
2 *Le lecteur pourra se reporter à l'étude annuelle réalisée en fin d'année pour l'ensemble des entreprises.*

Poids économique des PME en 2010 sur la base des données disponibles début août 2011

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

	Nombre d'entreprises*	Effectifs permanents	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Endettement financier	Endettement bancaire	Capitaux propres
Ensemble	**137 559**	**2 794,6**	**611,8**	**179,8**	**153,6**	**100,7**	**200,7**
PME mono unité légale	95 076	1 285,4	260,1	78,7	48,9	36,8	60,3
PME multi unités légales	37 245	1 317,6	286,3	84,5	82,0	53,4	118,9
PME étrangères	5 238	191,6	65,5	16,6	22,8	10,5	21,5
Principaux secteurs	22 417	205,2	118,5	41,2	28,1	19,0	48,6
Industrie manufacturière	*23 680*	*472,3*	*74,1*	*29,0*	*12,4*	*8,4*	*21,2*
Construction	*50 597*	*800,8*	*289,5*	*49,5*	*39,6*	*26,7*	*60,3*
Commerce	*5 709*	*175,1*	*24,5*	*9,8*	*6,6*	*5,3*	*6,2*
Transports et entreposage	*12 185*	*312,9*	*42,5*	*20,9*	*10,5*	*6,0*	*17,1*
Soutien aux entreprises	*23 680*	*472,3*	*74,1*	*29,0*	*12,4*	*8,4*	*21,2*
Répartition en %							
PME mono unité légale	69	46	43	44	32	37	30
PME multi unités légales	27	47	47	47	53	53	59
PME étrangères	4	7	11	9	15	10	11
Principaux secteurs							
Industrie manufacturière	16	7	19	23	18	19	24
Construction	*17*	*17*	*12*	*16*	*8*	*8*	*11*
Commerce	*37*	*29*	*47*	*28*	*26*	*27*	*30*
Transports et entreposage	*4*	*6*	*4*	*5*	*4*	*5*	*3*
Soutien aux entreprises	*9*	*11*	*7*	*12*	*7*	*6*	*9*

Taille moyenne de chaque catégorie de PME en 2009

(en nombre et en millions d'euros)

	Nombre d'entreprises*	Effectifs permanents moyens	Chiffre d'affaires moyen	Valeur ajoutée	Endettement financier	Endettement bancaire	Capitaux propres
Ensemble	**137 559**	**20**	**4 448**	**1 307**	**1 117**	**732**	**1 459**
PME mono unité légale	95 076	14	2 736	827	514	387	634
PME multi unités légales	37 245	35	7 686	2 269	2 201	1 434	3 193
PME étrangères	5 238	37	12 504	3 175	4 345	2 000	4 100

Champ : PME des activités marchandes à l'exclusion des secteurs KZ (Activités financières) et OQ (Administration).
** Entreprises au sens de la LME*
Source : Direction des entreprises – Base FIBEN, août 2011

Bibliographie

Autorité des marchés financiers (2011)
« Cartographie 2011 des risques et des tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne »
http://www.amf-france.org/documents/general/9997_1.pdf

Banque de France (2011)
« Le financement des PME en France – mars 2011 »,
http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/telechar/economie/entreprises/2011-03-stat-info-financement-des-pme-france.pdf

Brun (M.), Cayssials (J.-L.) et Kremp (É.) (2011)
« Les PME-ETI cotées en bourse : la crise accentue les disparités et souligne les différences de réactivité », *Bulletin de la Banque de France*, n° 184
http://www.banque-france.fr/fr/publications/revues/Bulletin-de-la-Banque-de-France/htm/Bulletin-de-la-Banque-de-France-184.asp?espace=null&interet=microeconomie

Cayssials (J.-L.) et Kremp (É.)(2010)
« La situation des entreprises en 2009 : baisse d'activité et attentisme en période de crise », *Bulletin de la Banque de France,* n° 182
http://www.banque-france.fr/fr/publications/revues/Bulletin-de-la-Banque-de-France/htm/Bulletin-de-la-Banque-de-France-182.asp?espace=null&interet=microeconomie

El Mouhoub (EM) (2010)
« Économie des services et développement des territoires », *Documentation française* (DATAR)

European Committee of Central Balance-Sheet Data Offices (ECCBSO) (2011)
Base européenne des comptes harmonisés (BACH ESD)
http://www.bachesd.banque-france.fr/

Insee (2011)
« L'économie française », *Insee références*, édition 2011

Insee (2011)
« Prix du pétrole et des matières premières importées, décembre 2010 », *Informations rapides* n° 10, janvier
http://insee.fr/fr/themes/info-rapide.asp?id=79&date=20110111

Insee (2011)
« Indice du coût du travail dans l'industrie, la construction et le tertiaire, 4e trimestre 2010, *Informations rapides* n° 67, mars
http://insee.fr/fr/themes/info-rapide.asp?id=101&date=20110316

KPMG – IFOP – CGPME (2011)
« Baromètre sur le financement et l'accès au crédit des PME », juin
http://www.kpmg.com/FR/fr/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/barometre-ifop-kpmg-cgpme-juin2011.pdf

Observatoire des délais de paiement (2011)
Rapport de l'Observatoire des délais de paiement 2010 : « Une réforme en voie de succès, des zones d'ombre à explorer »
http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/economie/economie-entreprises/rapports-observatoire-delais-paiement.htm

Observatoire des entreprises (2010)
Comptes d'entreprises en Europe : « Les PME de l'industrie manufacturière en France : un positionnement intermédiaire par rapport à huit autres pays européens », juin
http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/economie/economie-entreprises/comptes-entreprises-europe.htm

Observatoire des entreprises (2011)
Les crédits par type d'entreprises : « Crédits aux entreprises, mai 2011 »
http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/telechar/economie/entreprises/2011-05-france-stat-info-credits-aux-entreprises.pdf

Observatoire du financement des entreprises (2011)
Rapport sur le financement des PME-PMI et ETI en France, avril
http://www.mediateurducredit.fr/site/content/download/444/2637/file/RapportObsfi%20.pdf

Oséo (2011)
53e enquête semestrielle, la conjoncture des petites et moyennes entreprises, juillet
http://www.oseo.fr/content/download/106596/1621899/version/1/file/53e+enquete+de+conjoncture.pdf

La Tribune (2011)
« Bourse de Paris, le cri d'alarme des PME », n° 4720, 10 mai

Les entreprises après la crise
Colloque Banque de France, 28 juin 2011

Direction générale des Activités fiduciaires et de Place (DGAFP)
Direction générale des Études et des Relations internationales (DGEI)
Direction générale des Statistiques (DGS)

À l'initiative de trois directions générales de la Banque de France (DGAFP, DGEI, DGS), un colloque a été organisé le 28 juin dernier sur le thème « Les entreprises après la crise » [1]. Il a permis de confronter les points de vue d'observateurs institutionnels, de banquiers, de chefs d'entreprise et d'universitaires sur les effets de la crise sur les entreprises non financières, notamment sous l'angle de leurs conditions de financement et de leur capacité de développement. Un consensus est apparu sur plusieurs points. Premièrement, un bilan définitif de l'impact de la crise sur les entreprises est encore difficile à établir pour plusieurs raisons : incertitudes liées aux évolutions macroéconomiques, persistance d'importants déséquilibres mondiaux, absence d'un modèle théorique de référence à même de rendre compte de la situation économique globale. Deuxièmement, l'ensemble des informations disponibles — données statistiques et d'enquêtes, réactions des acteurs, etc. — tend à montrer que les effets de la crise sur les entreprises ont pu être maîtrisés : d'une part, leurs conditions de financement se sont stabilisées dès 2009 et, dans l'ensemble, il n'y a pas eu de rationnement du crédit ; d'autre part, si la crise explique pour partie l'accroissement sensible du nombre de défaillances sur la période 2008-2010, l'effet démographique lié aux importantes créations d'entreprises des années 2003-2007 apparaît tout aussi déterminant. Troisièmement, la mobilisation rapide et efficace de l'ensemble des parties en présence a été soulignée unanimement comme un facteur important de la résilience des entreprises face à la crise, qu'il s'agisse de la forte réactivité des entreprises elles-mêmes (en termes de repositionnement de marché ou d'ajustement de leur structure financière), des interventions des autorités monétaires et gouvernementales (par la mise en place notamment de dispositifs de crise) ou du comportement des banques.

Mots clés : crise financière, défaillance, crédit, capacité de production

Codes JEL : G01, G33, E51, E22

1 *Les articles présentés sont disponibles en ligne à l'adresse :* http://www.banque-france.fr/fr/publications/revues/seminaires-et-colloques/htm/seminaires/2011/colloque-Banque-de-France-les-entreprises-apres-la-crise.asp?espace=null&interet=macroeconomie.

Trois directions générales de la Banque de France (Activités fiduciaires et de Place, Études et Relations internationales, Statistiques) ont organisé le 28 juin dernier un colloque sur « Les entreprises après la crise », qui s'est tenu dans l'enceinte du Centre d'analyse stratégique (CAS). Ce colloque a rassemblé un public varié composé d'économistes, d'universitaires, d'entrepreneurs et de représentants d'institutions publiques et de banques.

En ouverture du colloque, Jean-Paul Redouin, sous-gouverneur de la Banque de France, a rappelé que la connaissance des entreprises était un des axes stratégiques de la Banque de France, conférant à celle-ci un positionnement privilégié au sein de l'Eurosystème. C'est donc tout naturellement qu'elle a été conduite à s'interroger sur les effets d'un choc macroéconomique sans précédent sur la situation financière des entreprises. D'une part, l'accroissement du nombre de défaillances d'entreprises doit-il être imputé exclusivement à la crise ou à d'autres facteurs, démographiques en particulier ? D'autre part, les entreprises ont-elles rencontré des difficultés de financement lors de la crise ? À cet égard, Jean-Paul Redouin a rappelé que l'un des enjeux majeurs du traitement de la crise aura consisté pour les banques centrales à préserver la fonction d'intermédiation financière, afin de stabiliser les conditions de financement de l'économie. Enfin, quel bilan dresser des dispositifs de prévention et de traitement des difficultés des entreprises mis en place lors de la crise ? Sur ce point, Jean-Paul Redouin a indiqué que le dispositif de médiation du crédit confié à la Banque de France avait permis, sur les 25 000 dossiers acceptés depuis novembre 2008, d'aboutir à un taux de réussite des négociations entre les entreprises et leurs banques de 63 %. Au-delà de ce chiffre, la Médiation du crédit a contribué à une prise de conscience mutuelle de la nécessité de négocier le plus en amont possible les difficultés de financement éventuelles.

Vincent Chriqui, directeur général du Centre d'analyse stratégique, a rappelé que le thème du colloque était un enjeu important pour le CAS, notamment dans le cadre de ses travaux sur la croissance potentielle. Il s'est interrogé en particulier sur l'impact de la crise, à terme, sur la capacité des entreprises à innover. À cet égard, l'autofinancement des entreprises sera déterminant pour la reprise de l'investissement, tout comme l'orientation des financements externes vers les emplois les plus productifs.

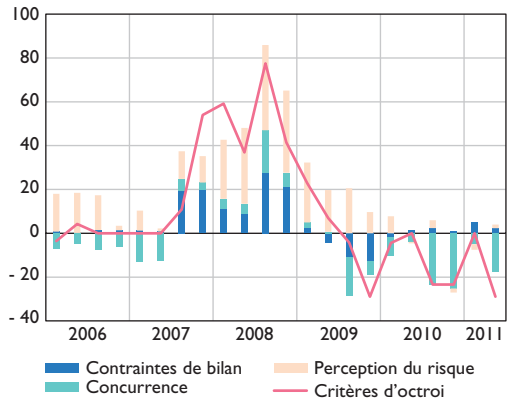
1| Le financement des entreprises dans la crise

Présidée par Jacques Fournier, directeur général des Statistiques de la Banque de France, cette session était consacrée à l'analyse des flux et des caractéristiques des financements durant la crise, en particulier la contribution respective des facteurs d'offre et de demande dans l'évolution des conditions financières des entreprises.

Renaud Lacroix, chef de service à la direction des Statistiques monétaires et financières de la Banque de France, a tout d'abord observé que les crédits accordés aux entreprises (sociétés non financières – SNF) lors de la crise avaient évolué largement en phase avec le PIB, en France comme dans la zone euro [2]. Ce sont les crédits à court terme qui ont connu le repli le plus net, avec un retournement plus marqué pour les concours aux grandes entreprises. Leur recul a résulté avant tout d'une demande de crédit en diminution dès le premier trimestre 2008 et du resserrement des conditions d'octroi de crédit ; l'appréciation du risque, avec la réévaluation du risque de contrepartie, a constitué le facteur majeur de durcissement des critères d'octroi de crédit durant la crise (cf. graphique 1). En revanche, la normalisation des conditions d'octroi a précédé le redressement de la demande de crédit. Au total, les besoins de financement des entreprises et leurs flux d'endettement ont continué d'évoluer en phase. De fait, même en 2009, l'accès au financement

Graphique 1 Déterminants des critères d'octroi des crédits aux SNF en France

(solde d'opinions, en %)



Source : Banque de France

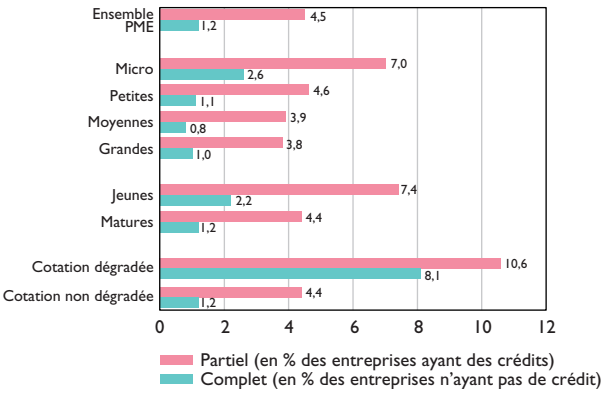
2 *Renaud Lacroix : « Quelques enseignements tirés d'un rapprochement des sources disponibles à la Banque de France »*

n'a pas été signalé comme un obstacle majeur par les petites et moyennes entreprises (PME) en France ou dans la zone euro. Le pourcentage d'accord pour les demandes de crédit des PME est resté proche de 80 % en France, se situant à un niveau supérieur à celui mesuré en Allemagne (de l'ordre de 65 %) [3].

Élisabeth Kremp, responsable de l'Observatoire des entreprises de la Banque de France, a présenté les résultats d'une étude [4] visant à déterminer si l'évolution observée du crédit aux PME durant la crise a résulté d'une baisse de la demande de crédit ou plutôt d'une diminution de l'offre ayant pu induire un rationnement du crédit. Le crédit bancaire constituant le mode de financement externe dominant des PME, les PME indépendantes sont en effet les entreprises qui ont la probabilité la plus élevée d'être rationnées, alors que les PME contrôlées par un groupe peuvent s'appuyer sur les ressources financières collectées au niveau du groupe. Le modèle estimé par les auteurs est dérivé des modèles de déséquilibre macroéconomique standards, mais il est adapté aux données microéconomiques utilisées. En effet, au niveau d'une entreprise, l'absence de prêt bancaire ne reflète pas nécessairement un rationnement du crédit mais potentiellement l'absence d'une demande de crédit (auquel cas aucun taux d'intérêt n'est observé). Les estimations, obtenues à partir de données bilancielles de près de 60 000 PME indépendantes sur la période 2000-2010, conduisent à des résultats cohérents avec ceux dégagés par les enquêtes semestrielles de la BCE sur l'accès au crédit des PME dans la zone euro : en France, une faible proportion de PME aurait souffert d'un rationnement du crédit, y compris durant les années de crise 2008 et 2009.

Graphique 2 Évaluation du rationnement du crédit 2004-2010

(en %)



Source : Banque de France

Patrick Ordonneau, responsable du suivi des marchés *retail* de BNP Paribas, à partir de constats de terrain, a souligné la très grande rapidité de réaction des entreprises elles-mêmes face à la crise, au niveau notamment de la gestion de leurs besoins en fonds de roulement. Par ailleurs, la crise a catalysé des évolutions en cours, comme la recherche de nouveaux marchés, même si, inévitablement, des projets d'investissement ou de croissance externe ont été freinés. Globalement, les PME auront plutôt bien surmonté la crise. Les encours de financement externe n'ont finalement enregistré que d'assez faibles variations au regard de la forte baisse de l'activité, seuls les crédits à court terme ayant affiché un recul prononcé en lien direct avec la baisse des besoins en fonds de roulement.

Philippe Messager, président de l'Association française des trésoriers d'entreprises, a rappelé que la crise avait été un problème du système financier avant d'impacter les entreprises. Tout comme Patrick Ordonneau, il a observé que la forte réactivité de l'ensemble des acteurs — entreprises, banques, autorités — avait contribué de façon significative à réduire l'ampleur de la crise. Pour l'avenir, Philippe Messager s'est montré en revanche préoccupé par l'adoption de la nouvelle réglementation Bâle III. Par leur impact sur les fonds propres et la liquidité des banques, les nouvelles exigences réglementaires pourraient conduire à un déclin de la fonction d'intermédiation bancaire, et ce faisant pénaliser les entreprises.

En conclusion de cette session, Jacques Fournier a souligné que la nouvelle réglementation internationale de la liquidité, en conduisant à un allongement de la durée des ressources bancaires, devrait contribuer à limiter l'impact d'un dysfonctionnement du marché interbancaire de très court terme sur le financement de l'économie, celui-ci étant ainsi rendu plus stable. À plus court terme, force est de constater que les entreprises françaises ont bénéficié de conditions de financement parmi les plus favorables en Europe en termes à la fois de taux d'intérêt pratiqués et de volume des crédits distribués.

3 *Sur la période la plus récente couverte par la dernière enquête de la Banque centrale européenne (BCE) (septembre 2010-février 2011), le pourcentage est de 76 % en France tandis qu'il se redresse en Allemagne jusqu'à 79 %.*

4 *Élisabeth Kremp et Patrick Sevestre : « La crise a-t-elle induit un rationnement du crédit bancaire aux PME ? »*

2| Crises et défaillances

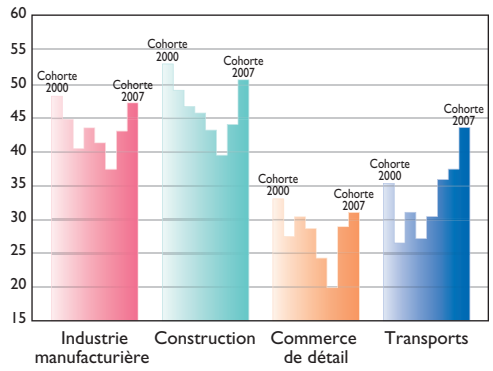
Présidée par Henri Jullien, directeur général des Activités fiduciaires et de Place de la Banque de France, cette session abordait deux thématiques : d'une part, dans quelle mesure la hausse des défaillances constatée lors de la crise doit-elle être imputée à celle-ci ? ; d'autre part, quel bilan peut-on dresser des dispositifs publics de traitement des crises ?

L'analyse des défaillances a été abordée à partir de deux approches complémentaires, l'une microéconomique fondée sur une exploitation de données individuelles, l'autre macroéconomique, examinant les déterminants fondamentaux des défaillances au niveau agrégé.

Tout d'abord, Denis Fougère et Cécile Golfier, économistes à la direction des Études microéconomiques et structurelles et à la direction des Entreprises de la Banque de France, ont présenté les résultats d'une étude microéconomique [5] visant à distinguer les défaillances d'entreprises de la période 2008-2010 dues à la crise de celles qui résultent de l'accélération des créations en 2003. L'échantillon, extrait des données de la base de la Banque de France, compte plus de 400 000 entreprises créées entre 2000 et 2007 et appartenant aux quatre secteurs les plus soumis au risque de défaillance : la construction, le transport, l'industrie manufacturière et le commerce de détail. Pour chacun de ces secteurs, la survenue de la défaillance est étudiée à l'aide d'un modèle de durée semi-paramétrique à risques proportionnels prenant en compte le trimestre de création de l'entreprise, son âge au moment de la défaillance, l'occurrence et le nombre d'incidents de paiement sur effets de commerce pour incapacité de payer, ainsi que des indicatrices temporelles signalant si la défaillance est survenue durant les années 2008 à 2010. La crise de 2008 a eu un impact significatif, variable d'un secteur à l'autre : 27 % des défaillances de 2008-2010 seraient imputables à la crise dans le commerce de détail, contre 46 % dans la construction. Les entreprises les plus récentes (celles créées en 2006 et 2007) ont été plus affectées que celles créées entre 2003 et 2005.

Graphique 3 Part des défaillances dues à la crise en fonction de la cohorte

(en %)



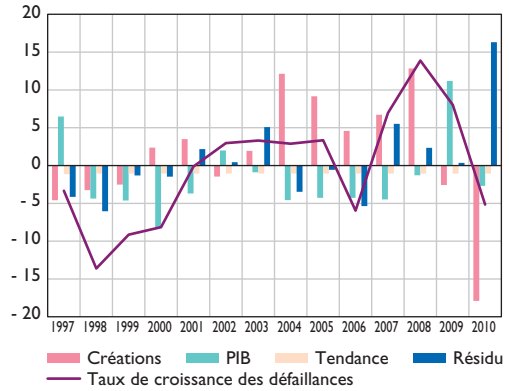
Note : 434 100 entreprises
Source : Banque de France ; calculs des auteurs

Se fondant sur une analyse macroéconométrique des facteurs explicatifs des défaillances d'entreprises [6], Thibault Guyon, chef du bureau Analyse conjoncturelle de la direction générale du Trésor (DGT), a observé que la forte croissance du nombre de défaillances entre 2007 et 2009 s'explique certes par la crise économique (chute d'activité) mais également par un effet démographique : les importantes créations d'entreprises des années 2003-2007 ont ainsi engendré une augmentation quasi mécanique des défaillances sur la période ultérieure (cf. graphique 4). En 2008 notamment, c'est essentiellement cet effet démographique qui explique la hausse des défaillances. En revanche, en 2009, l'évolution des défaillances résulte plutôt d'un effet macroéconomique (déclin de l'activité). Toutefois, grâce aux mesures de relance et de soutien à la trésorerie des entreprises, la progression des défaillances observée en 2009 a été moins marquée que ce que la sévérité de la crise économique pouvait laisser escompter. À l'inverse, les défaillances demeurent à des niveaux élevés au cours de la première moitié de l'année 2010, malgré la reprise de l'activité et une démographie plus favorable, sans doute en raison du contrecoup des mesures de relance et d'un effet lié à la mise en place du statut d'auto-entrepreneur.

5 *Denis Fougère, Cécile Golfier, Guillaume Horny et Élisabeth Kremp : « Quel impact de la crise sur la défaillance des entreprises ? »*
6 *Thibault Guyon : « Les défaillances d'entreprises pendant la crise : une analyse macroéconométrique » (en collaboration avec Cathy Dolignon : « Facteurs explicatifs des évolutions récentes des défaillances d'entreprises : une analyse économétrique », Trésor-Éco n° 84, février 2011 et Marie Bessec : note interne DGT)*

Graphique 4 Contributions aux variations annuelles des défaillances

(en %)



Source : Direction générale du Trésor

Fanny Letier, secrétaire générale du Comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI) a rappelé les origines de ce dispositif, créé en 1982 pour accompagner les entreprises de plus de 400 salariés devant mener une restructuration financière et/ou industrielle [7]. L'enjeu pour le CIRI est de vérifier la pertinence industrielle et économique du projet avec l'ensemble des partenaires de l'entreprise, en respectant l'ordre des responsabilités (actionnaires, banques et autres créanciers, rôle subsidiaire et exceptionnel de l'État). Lors de la crise, le CIRI est intervenu en lien avec la cellule opérationnelle mise en place fin 2008 au niveau départemental pour orienter les dossiers d'entreprises en difficulté vers l'enceinte la plus appropriée. Entre le début de la crise et fin 2010, sur les 108 entreprises (industrielles pour l'essentiel et d'une taille moyenne de 1 600 salariés) qui ont saisi le CIRI, 57 dossiers ont connu une issue positive, correspondant à 76 000 emplois préservés. Malgré la reprise, l'activité du CIRI reste soutenue en 2011, plusieurs entreprises de taille intermédiaire en sortie de crise connaissant encore une situation financière dégradée.

Jean-Claude Volot, médiateur des Relations interentreprises industrielles et de la Sous-traitance, a dressé un bilan du dispositif qu'il anime depuis un peu plus d'un an. Relayée en région par 25 médiateurs régionaux, la Médiation a pour mission d'améliorer les relations entre les donneurs d'ordres et les sous-traitants. Compte tenu de l'importance du crédit interentreprises mais aussi souvent du déséquilibre des relations financières et opérationnelles interentreprises, la crise a révélé parfois des tensions non négligeables au détriment de certaines entreprises. Le médiateur est intervenu à deux niveaux. D'une part, à partir de l'identification de « mauvaises pratiques » (36 recensées à aujourd'hui), une charte des bonnes pratiques entre donneurs d'ordres et PME a été adoptée le 11 février 2010 sous l'égide du ministère de l'Économie et des Finances (environ 130 entreprises signataires). D'autre part, le médiateur intervient lorsqu'il y a conflit dans l'application d'une clause contractuelle ou le déroulement d'un contrat, suite à la saisie d'une entreprise ou lorsque plusieurs demandes convergentes lui sont adressées. À ce jour, le taux de succès de la médiation des Relations interentreprises industrielles et de la Sous-traitance est de 85 %.

En conclusion de cette session, Henri Jullien a souligné que les effets de la crise sur les entreprises ont pu être contenus par la forte réactivité des entreprises elles-mêmes, réactivité qui a également caractérisé les autres acteurs — autorités monétaires et gouvernementales, banques. Assez paradoxalement, c'est souvent au niveau des relations interentreprises qu'ont pu être observées certaines inerties pénalisatrices durant la crise.

3| Quels regards sur la situation des entreprises à la sortie de la crise ?

Présidée par Pierre Jaillet, directeur général des Études et des Relations internationales de la Banque de France, cette session avait pour objectif, dans un contexte économique et financier marqué par de nombreuses sources d'incertitude, d'apporter un éclairage, à la fois empirique et théorique, sur la situation des entreprises à la sortie de la crise, notamment leur politique d'endettement.

Pierre-Olivier Cousseran, directeur des Statistiques monétaires et financières de la Banque de France, a tout d'abord observé que l'investissement productif des entreprises françaises avait amorcé une reprise en 2010 tandis que le déstockage s'interrompait [8].

7 *Fanny Letier : « L'action du CIRI en période de crise »*
8 *Adeline Bachellerie et Pierre-Olivier Cousseran : « Comportements financiers et conditions de financement des entreprises : évolutions récentes et perspectives »*

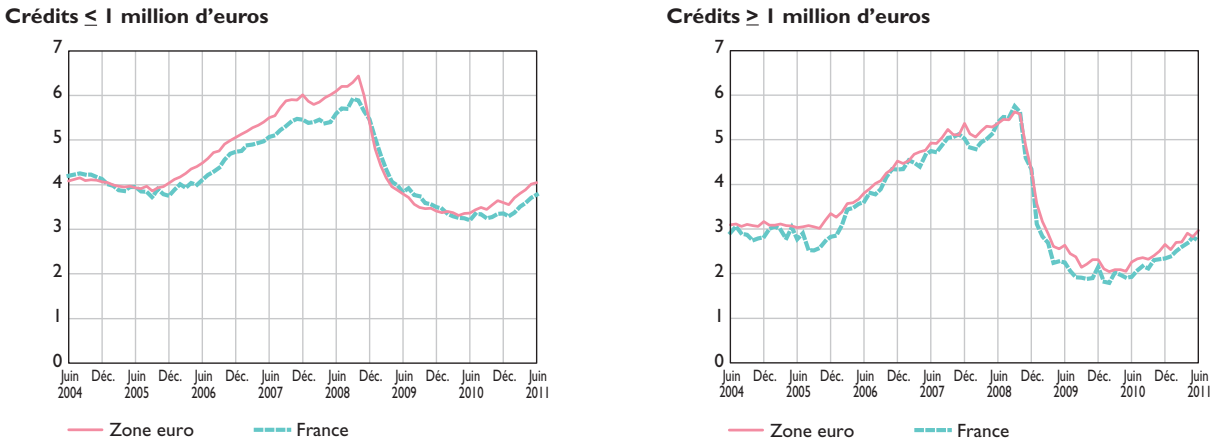
Le taux d'autofinancement des entreprises s'est également redressé après la forte baisse enregistrée en 2008, sans retrouver néanmoins ses niveaux d'avant-crise. Pour autant, le recours au financement externe est resté modéré : celui-ci se concentre sur les concours bancaires, les entreprises faisant moins appel à l'endettement de marché qu'en 2009, lorsque bon nombre de grandes unités avaient entrepris, non sans succès, de sécuriser et de consolider leur financement en accroissant sensiblement leurs émissions obligataires. Bien que les taux débiteurs aient légèrement remonté depuis la mi-2010, ils demeurent à des niveaux historiquement bas et les conditions de financement des entreprises françaises restent, en moyenne, plus favorables que dans l'ensemble de la zone euro (cf. graphiques 5). Dans ce contexte, la croissance des crédits s'affermit progressivement : début 2011, les encours de crédits de trésorerie retrouvent une évolution positive et les crédits d'équipement continuent de croître à un rythme de 3 % à 4 % l'an. Fait notable, la reprise du crédit se révèle plus marquée pour les PME que pour les grandes unités et les têtes de groupe. Dans la phase actuelle de sortie de crise, les perspectives d'évolution du crédit demeurent positives : la distribution du crédit ne semble guère bridée par de quelconques facteurs d'offre et la demande de financement des entreprises devrait continuer de progresser en liaison avec le mouvement de reconstitution des stocks et l'accélération de la reprise de l'investissement.

Dans sa présentation [9], Guillaume Horny, économiste à la direction des Études microéconomiques et structurelles de la Banque de France, a rappelé qu'au cours des années deux mille le taux d'endettement des entreprises non financières avait fortement augmenté en France, en Italie et en Espagne pour amorcer une légère inflexion depuis le dernier trimestre 2010. Si certaines spécificités nationales sont bien sûr à l'œuvre, cette évolution provient avant tout de la dynamique des crédits bancaires dans l'ensemble des pays considérés. Le désendettement observé aujourd'hui à la fois auprès des banques et des marchés reflète notamment la stratégie des entreprises visant à adapter la structure de leur capital à un environnement plus incertain, situation qui paraît devoir se prolonger tant que les risques de défaut ne sont pas revenus à un niveau jugé satisfaisant. La littérature économique dans ce domaine prévoit une période relativement longue de désendettement à la suite des crises financières, de l'ordre de six à sept ans. En outre, ces périodes sont généralement caractérisées par une réduction de l'investissement, notamment en recherche et développement (R&D). Dans ce contexte, on peut s'interroger sur les évolutions à long terme de la croissance, de la croissance potentielle et de la productivité, fortement liées à celles de l'investissement en R&D.

Éric Dubois, directeur des Études et Synthèses économiques de l'INSEE, a centré son analyse des

Graphiques 5 Taux des crédits nouveaux aux SNF

(en %)



Sources : Banque de France, BCE

9 *Juan Carluccio et Guillaume Horny : « Le financement des entreprises et la crise : comparaisons internationales »*

perspectives de la situation financière des entreprises sur les évolutions possibles du taux de marge [10]. Il a tout d'abord relevé que si le taux de marge des entreprises non financières restait relativement élevé à l'issue de la crise, il avait néanmoins atteint en 2009 son point bas des vingt dernières années. Plusieurs facteurs rendent son évolution future incertaine, comme l'a montré Éric Dubois en appuyant son analyse sur une décomposition comptable du taux de marge. Premièrement, les effets de la réforme de la taxe professionnelle sur le taux de marge, positifs en 2010, restent incertains à long terme. Deuxièmement, le taux de marge pourrait se dégrader *via* les termes de l'échange, compte tenu du risque encore élevé d'une nouvelle hausse des prix des matières premières. Troisièmement, en fonction des facteurs explicatifs de l'atonie de la productivité depuis 2008 (cycle de productivité atypique ou inflexion durable de la croissance de la productivité), la trajectoire du taux de marge pourrait évoluer de façon très différente à moyen terme.

Jean-Paul Betbèze, directeur des Études économiques du Crédit Agricole SA, a souligné la résistance étonnamment forte des entreprises, confrontées pourtant à une dégradation brutale et rapide de leur chiffre d'affaires, par rapport à la crise précédente de 1992-1993 [11]. Plusieurs leviers ont été utilisés par les entreprises elles-mêmes : ajustement des stocks, report des projets d'investissement, non-renouvellement des contrats à durée déterminée (CDD), etc. Par ailleurs, avec notamment le soutien de la Société de financement de l'économie française, les banques françaises ont permis également aux entreprises de stabiliser leurs conditions de financement. Ainsi, à la sortie de crise, les entreprises apparaissent moins endettées et plus réactives. Pour autant, compte tenu d'une reprise moins marquée qu'escomptée, elles restent attentistes, s'interrogeant sur leur capacité à investir sur de nouveaux marchés, ce qui est attesté par une reprise de l'investissement encore bridée. De façon plus structurelle, les entreprises françaises, notamment par rapport à leurs homologues allemandes, continuent de souffrir d'un certain nombre de handicaps bien connus dans un environnement fortement concurrentiel, notamment la taille limitée des entreprises exportatrices.

En conclusion, Pierre Jaillet a rappelé qu'il fallait rester prudent avant de dresser un bilan définitif de la crise sur les entreprises, compte tenu des incertitudes entourant l'environnement économique et financier des entreprises ou affectant les modèles explicatifs de la crise. À ce stade, les éléments à notre disposition, et ceux présentés dans ce colloque en particulier, tendent à montrer que les entreprises, dans leur ensemble, ont fait preuve d'une indéniable capacité de résistance, favorisée par la mobilisation rapide et efficace de l'ensemble des parties prenantes.

10 Éric Dubois : « Quelles perspectives pour la situation financière des entreprises ? »
11 Jean-Paul Betbèze : « Quels regards sur la situation des entreprises à la sortie de la crise ? »

Le coût du crédit aux entreprises selon leur catégorie

Flavia CHAI
Direction des Entreprises
Observatoire des Entreprises

Dinh Bang NGUYEN
Direction des Statistiques monétaires et financières
Service d'Ingénierie et de Coordination statistique

Un financement adéquat des entreprises est une des conditions essentielles de la croissance économique : la crise financière qui a suivi la faillite de Lehman Brothers et la crainte qui en est résultée d'une diminution des financements bancaires accordés aux entreprises, notamment aux plus petites d'entre elles, ont ainsi conduit les autorités monétaires et les pouvoirs publics à prendre une série de mesures destinées à soutenir ou à garantir l'activité de distribution des prêts par les établissements de crédit.

Afin de mieux appréhender cette problématique et les forts enjeux s'y rapportant, on examine dans cet article les conditions de financement des entreprises à partir des taux pratiqués par catégorie de crédit et d'entreprise en distinguant deux sous-périodes : de janvier 2006 à octobre 2008, date de la faillite de Lehman Brothers ; puis de janvier 2009 à avril 2011, dernière échéance disponible lors de la réalisation de cette étude.

Plusieurs résultats ressortent de l'analyse, dont on peut toutefois souligner qu'elle ne porte pas sur la totalité des crédits et comporte donc une part, inévitable, d'interpolation statistique. Le type de crédit, ainsi que la cotation de l'entreprise, sont particulièrement discriminants : ces deux facteurs expliquent, entre autres raisons, que les petites et moyennes entreprises (PME) se voient appliquer en général des taux plus élevés que les grandes entreprises. S'agissant de leur structure de financement, les PME indépendantes présentent des configurations d'endettement bancaire assez diversifiées, aussi bien en termes de montants que de nature des crédits obtenus. À l'opposé, les grandes entreprises ont recours aux banques essentiellement pour obtenir des crédits de trésorerie, étant entendu qu'elles peuvent trouver une bonne partie de leurs ressources longues sur les marchés. Enfin, les conditions de taux pratiquées sont cohérentes avec la hiérarchie des cotations attribuées par la Banque de France : les entreprises les mieux cotées bénéficient aussi des taux les plus favorables.

Les conditions de financement des entreprises ont changé depuis 2008 : les écarts entre les taux des crédits aux PME indépendantes et ceux des crédits aux grandes entreprises se sont dans un premier temps accrus, du fait notamment d'un réajustement des politiques de tarification du crédit opéré par les établissements prêteurs sur fond de plus grande exposition au risque, avant de se réduire depuis mi-2009. Les facteurs propres au type de crédit accordé jouent aussi sur les taux moyens au travers d'effets de structure. Toutefois, étant intervenu dans un contexte de taux extrêmement bas, ce changement dans les pratiques tarifaires ne s'est généralement pas traduit par un alourdissement des charges financières pesant sur les entreprises.

Mots clés : PME, financement, crise financière

Codes JEL : E43, G30, G21

Pour mener cette étude, la Banque de France a notamment constitué une nouvelle base de données réunissant un ensemble d'informations de caractère original sur les financements obtenus par les entreprises en fonction de leurs caractéristiques (cf. encadré 1). La typologie des crédits aux entreprises selon leur taille permet ainsi de fixer d'abord quelques ordres de grandeur et d'ébaucher une première classification des modalités de financement bancaire des petites et des grandes entreprises. L'analyse des conditions de financement des entreprises à partir des taux pratiqués par catégorie de crédit et d'entreprise est ensuite conduite en distinguant deux sous-périodes : la première, qualifiée dans la suite de « pré-crise », va de janvier 2006 à octobre 2008, date de la faillite de Lehman Brothers ; la seconde, dénommée « post-crise de 2008 », débute en janvier 2009 et s'achève en avril 2011, dernière échéance disponible lors de la réalisation de cette étude. Ceci permet d'analyser la façon dont la baisse des taux directeurs qui a suivi la crise financière s'est diffusée aux taux des crédits aux entreprises. Les entreprises sont classées par catégorie de taille suivant un processus combinant critères juridiques et statistiques (cf. encadré 2) visant prioritairement à distinguer les PME (y compris microentreprises) de l'ensemble constitué par les grandes entreprises et les *holdings*.

1| Financement bancaire des PME : principalement des crédits de petit montant

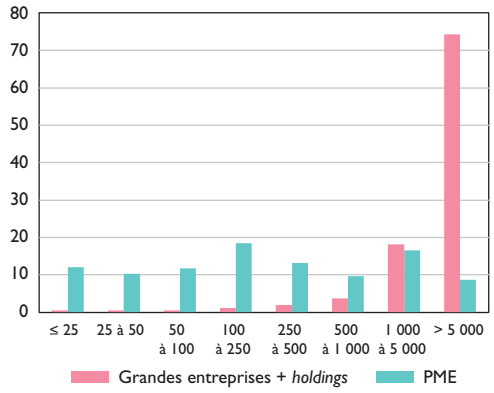
Plus de 80 % des lignes de crédit aux PME sont octroyés pour des montants unitaires inférieurs à 50 000 euros ; cette proportion s'élève encore à 60 % pour les grandes entreprises et les *holdings*, regroupement composé aux trois quarts de *holdings*. Ces proportions ont été obtenues après cumul des lignes de crédit relatives à la catégorie de l'escompte, consenties pour des durées très courtes sans être généralement regroupées au sein d'une ligne unique de financement de l'exploitation (en particulier lorsque l'entreprise bénéficie de plusieurs opérations de financement à court terme) [1] ; sans ce regroupement, le poids des crédits de faible montant aurait été davantage accentué. Sous cette hypothèse, les crédits de montant inférieur à 50 000 euros octroyés aux grandes entreprises et *holdings* sont principalement constitués de crédit-bail mobilier (48 %) et de financement Dailly [2] (20 %).

En termes de montants distribués, les crédits supérieurs à 5 millions d'euros représentent plus de 70 % des crédits octroyés aux grandes entreprises et *holdings* tandis que pour les PME, la tranche de montant la plus significative est celle comprise entre 100 000 et 250 000 euros. La part des crédits de moins de 25 000 euros dans le total des crédits distribués aux PME est de l'ordre de 10 % (cf. graphique 1).

Le lien couramment établi dans les statistiques agrégées de l'Eurosystème entre le montant unitaire des crédits et la taille des entreprises bénéficiaires peut dès lors être précisé. En effet, les statistiques mensuelles de crédit harmonisées de la zone euro ne comprennent pas de ventilation par taille d'entreprise. Tout au plus, distinguent-elles, depuis janvier 2003, deux tranches de montant unitaire : jusqu'à 1 million d'euros et au delà [3, 4]. En conséquence, pour comparer

Graphique 1 Distribution des crédits par tranches de montant (janvier 2009 – avril 2011)

(en % du total des crédits accordés ; tranches de montant en milliers d'euros)



Champ : Hors découverts, crédits permanents
Note de lecture : 10 % du total des crédits accordés aux PME entre janvier 2009 et avril 2011 sont constitués par des crédits de montant unitaire compris entre 25 000 euros et 50 000 euros. Les crédits de montant supérieur à 5 millions d'euros représentent 75 % du financement des grandes entreprises et des holdings *au cours de la même période.*
Source : Banque de France

1 *Le cumul des lignes relatives aux crédits d'escompte consiste à sommer, par guichet et entreprise, toutes les lignes de crédit relatives à ce poste afin d'obtenir une ligne unique pour chaque guichet et entreprise.*
2 *Le financement Dailly consiste pour une entreprise à céder ses créances à une banque qui lui en verse immédiatement le prix sous forme d'avance. Contrairement à l'affacturage, le risque d'impayé reste à la charge de l'entreprise.*
3 *Cette distinction en termes de montant unitaire ne figure pas parmi les concepts référencés par le Système européen de comptabilité (SEC) adopté en 1995.*
4 *Un seuil supplémentaire (250 000 euros) a été introduit à partir de l'échéance de juin 2010 pour améliorer le suivi statistique des crédits selon leur montant.*

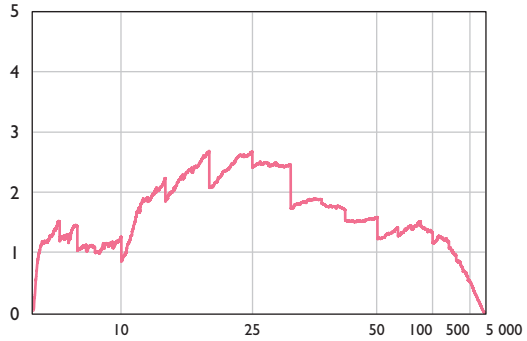
les financements bancaires des PME au sein de la zone euro, il faut admettre l'hypothèse que ceux-ci sont principalement effectués sous la forme de crédits de petit montant. Or, les données détaillées disponibles en France confirment précisément la validité de cette hypothèse pour les PME indépendantes : plus de 80 % de leur financement bancaire est assuré par des crédits de montant inférieur à 1 million d'euros (cf. graphique 5c) tandis que symétriquement, plus de 50 % de ces derniers financent des PME indépendantes (cf. graphique 5d). Le seuil de 1 million d'euros paraît en revanche beaucoup moins discriminant pour les PME appartenant à un groupe, pour lesquelles ces proportions sont nettement plus faibles (60 % et 20 % respectivement) : ce résultat reflète vraisemblablement la spécificité des conditions de financement de cette catégorie d'entreprise.

2| La crise de 2008 sans impact significatif sur la structure des crédits

La déformation au cours du temps de la structure des crédits nouveaux aux entreprises par montant est appréhendée par la distribution des montants unitaires de crédit, toutes catégories de concours et d'entreprises confondues pour la période pré-crise et la période post-crise de 2008. Pour toutes les tranches de montants, l'écart entre les deux courbes de part de marché n'excède pas 3 % (cf. graphique 2) : la structure des crédits par montant unitaire n'a donc pas été significativement affectée par la crise financière [5]. Ainsi, il n'y a pas eu, comme on aurait pu l'envisager, une accumulation des montants unitaires de faible valeur à partir de 2009 : au contraire, l'écart entre les deux distributions indique plutôt un déplacement après la crise de la distribution des montants vers des valeurs un peu plus élevées. Ce résultat est compatible avec une diminution des montants globaux de crédit accordés en 2009 ainsi qu'en attestent les statistiques monétaires diffusées par la Banque de France. Il est cohérent avec l'interprétation selon laquelle le durcissement des conditions d'octroi de crédit aux entreprises observé en 2008 et 2009 ne s'est pas traduit par une restriction sur le montant unitaire des crédits accordés, mais par une plus grande sélectivité dans le choix des bénéficiaires. Le nombre de crédits accordés a ainsi diminué de près de 15 % en 2009.

Graphique 2 Écart de répartition des montants unitaires des crédits entre les sous-périodes d'avant-crise et de crise

(en % ; montants en milliers d'euros)



Champ : Hors découverts, crédits permanents
Note de lecture : La part des crédits accordés pour des montants inférieurs à 10 000 euros a diminué de 1 % entre la période d'avant-crise de 2008 et la période post-crise.
Source : Banque de France

3| Recours plus fréquent des PME indépendantes aux crédits d'investissement

Plus de 70 % des lignes de crédit sont octroyées à des PME indépendantes [6] et moins de 30 % à des grandes entreprises, *holdings* ou encore PME filiales de groupe (cf. graphique 3). En revanche, à considérer les montants octroyés, la part des grandes entreprises et *holdings* s'élève à 39 %, contre 27 % pour les PME indépendantes (cf. graphique 4). La part des activités immobilières (26 %) est à peine inférieure à celle des PME indépendantes ; ceci s'explique notamment par l'inclusion dans cette catégorie des crédits aux sociétés civiles immobilières (SCI) qui correspondent assez fréquemment à des prêts à usage personnel. Dans la mesure où il n'est pas possible d'identifier précisément les prêts à usage professionnel relevant de ce secteur, les entreprises concernées ne sont pas incorporées à la catégorie des PME.

Les PME indépendantes sont plus engagées sur les crédits d'investissement que sur d'autres catégories de crédit [7]. En revanche, elles sont assez uniformément

5 Ce constat demeure valide lorsque l'analyse est restreinte au périmètre des crédits aux PME.
6 Catégorie incluant les microentreprises et les entrepreneurs individuels
7 Voir annexe 1 pour une définition détaillée des types de crédit

ENCADRÉ 1

L'enquête sur le coût du crédit aux entreprises

L'enquête « coût du crédit » est un sondage réalisé par la direction générale des Statistiques de la Banque de France sur les crédits nouveaux accordés aux ménages (particuliers et entrepreneurs individuels) et aux entreprises auprès d'un échantillon de banques et de guichets. La collecte porte sur les dossiers traités pendant les mois de janvier, avril, juillet et octobre de chaque année. Pour chaque contrat, l'établissement de crédit fournit, entre autres informations :

- *l'identifiant du guichet dans lequel la relation commerciale entre la banque et l'emprunteur s'est établie* [1]
- *le montant de la ligne de crédit*
- *le taux effectif global (TEG)*
- *le taux effectif au sens étroit (TESE), soit la composante actuarielle du TEG*
- *la durée du crédit*
- *l'objet du financement (trésorerie, investissement, immobilier…)*
- *l'identifiant SIREN de l'entreprise*
- *la catégorie juridique de l'entreprise (société non financière, entrepreneur individuel)*

L'enquête étant réalisée sur la base d'un échantillon, chaque observation est affectée d'un coefficient de pondération, dont la valeur dépend de l'établissement ou du guichet prêteur, permettant d'obtenir des estimateurs sans biais de taux moyens et de parts de marché pour chaque catégorie.

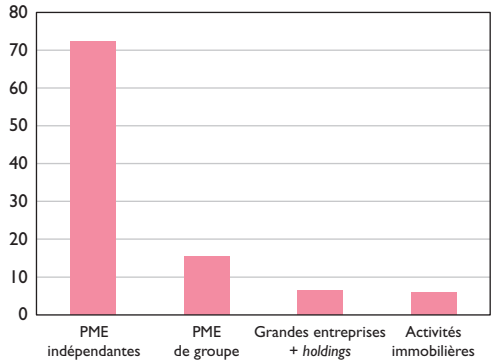
Cinq types de crédits sont analysés : les crédits de trésorerie, les crédits d'investissement, le crédit-bail, les autorisations de découvert et crédits permanents et enfin les autres crédits (dont le crédit immobilier).

Un changement a été apporté à la méthode de collecte de l'enquête « coût du crédit » à partir d'octobre 2010. Ce sont désormais les utilisations de découverts et crédits permanents qui sont recensées, en remplacement des autorisations de découvert et de crédit permanent, qui étaient jusqu'alors demandées. En raison de cette modification, la plupart des analyses présentées dans cet article excluent les découverts et crédits permanents. En effet, alors que le changement de méthodologie n'a probablement qu'une incidence limité sur les statistiques de taux d'intérêt, il n'en va pas de même pour les montants de crédits accordés : le passage à une comptabilisation des crédits nouveaux en utilisation plutôt qu'en autorisation crée une rupture majeure dans l'évaluation des crédits de trésorerie non échéancés.

1 *Cette information est disponible pour les grandes banques généralistes ainsi que pour les réseaux mutualistes. Elle permet d'identifier la région dans laquelle le crédit est accordé. Contrairement au marché des crédits à l'habitat, il n'est cependant pas possible d'inférer directement de cette information la localisation du siège de l'entreprise, les établissements de crédit centralisant fréquemment leurs opérations* corporate *sur quelques guichets régionaux.*

Graphique 3 Répartition du nombre de lignes de crédits accordées par catégorie d'entreprise (janvier 2009 – juillet 2010)

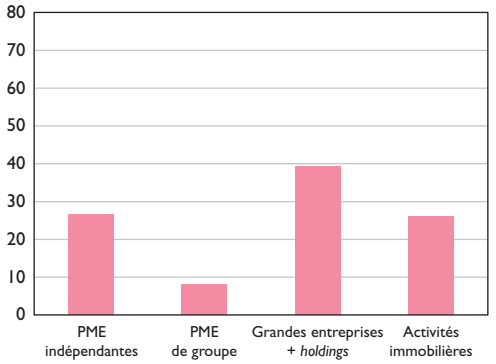
(en %)



Source : Banque de France

Graphique 4 Répartition des montants de crédits accordés par catégorie d'entreprise (janvier 2009 – juillet 2010)

(en %)



Source : Banque de France

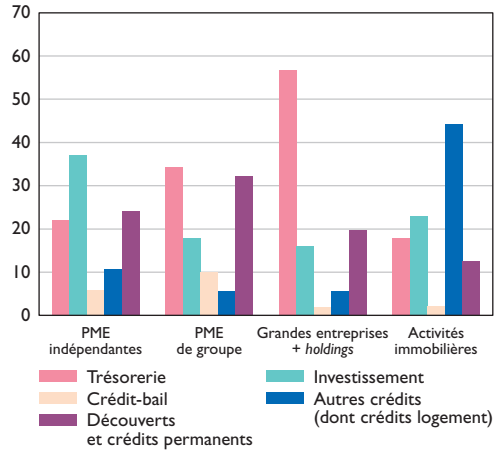
réparties selon la durée des crédits consentis (cf. graphiques 5a et 5b). Les grandes entreprises et *holdings*, quant à elles, ont plutôt recours à des crédits de trésorerie et de court terme.

Sur la base de ces indicateurs agrégés, la structure par type de prêts des crédits obtenus par les PME appartenant à un groupe est voisine de celle des grandes entreprises et *holdings* : elles reçoivent une part de crédits de trésorerie élevée par rapport à celle des crédits d'investissement. Enfin, la nature spécifique des entreprises exerçant une activité immobilière les conduit naturellement à recourir fortement à des crédits spécifiques à cet objet.

Graphiques 5 Répartition des montants de crédits accordés

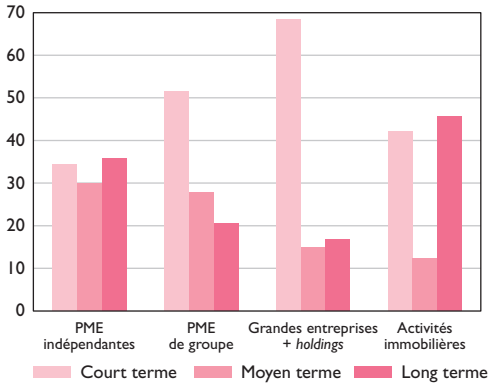
(en %)

a) Par type de crédit (janvier 2009 – juillet 2010)



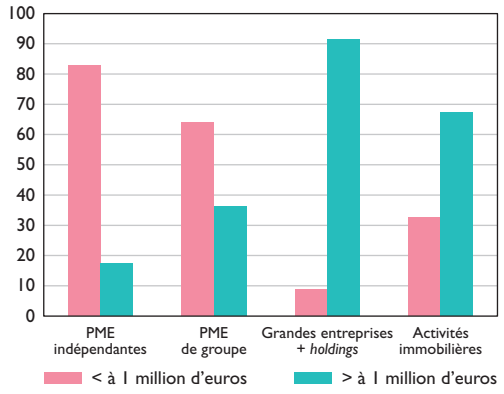
Notes : Les instruments figurant dans les catégories de crédit sont décrits en annexe 1. La catégorie des PME comprend les microentreprises.
Source : Banque de France

b) Par durée des crédits (janvier 2009 – avril 2011)



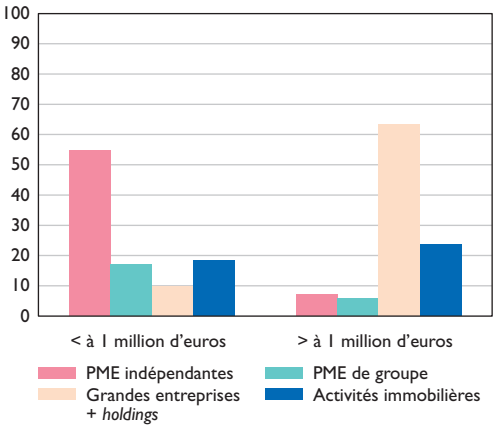
Champ : Hors découverts et crédits permanents
Note : Court terme : moins de 1 an, moyen terme : entre 1 et 5 ans, long terme : plus de 5 ans
Source : Banque de France

c) Par catégorie d'entreprise et tranches de montant (janvier 2006 – avril 2011)



Champ : Hors découverts et crédits permanents
Source : Banque de France

d) Par tranches de montant et catégorie d'entreprise (janvier 2006 – avril 2011)



Champ : Hors découverts, crédits permanents
Source : Banque de France

4| Octroi et conditions de crédit fonction du niveau de risque

Outre les caractéristiques intrinsèques du crédit (nature, montant et durée), d'autres critères influent sur l'appréciation du risque de crédit par les banques et peuvent aussi expliquer les différences de taux observées entre PME et grandes entreprises.

4|1 L'ancienneté de l'entreprise

Des différences de tarification significatives prévalent selon l'ancienneté de l'entreprise, qui contribuent à expliquer pour une part les écarts de taux entre crédits aux PME et aux grandes entreprises. En effet, les unités de plus de dix ans représentent une part prépondérante au sein des grandes entreprises et *holdings* (plus de 80 %), alors que la structure par ancienneté de la population des PME indépendantes est moins concentrée. Or, une entreprise jeune étant potentiellement plus risquée qu'une entreprise plus âgée, on s'attend à ce qu'elle se voit appliquer des taux plus élevés. C'est ce que confirme la distribution des taux des crédits par ancienneté de l'entreprise (cf. graphique 6) : au cours de la période janvier 2010-avril 2011, les taux appliqués aux entreprises de plus de dix ans sont les plus bas (2,2 % en moyenne) et ceux appliqués aux entreprises de moins de trois ans les plus élevés (3,2 % en moyenne).

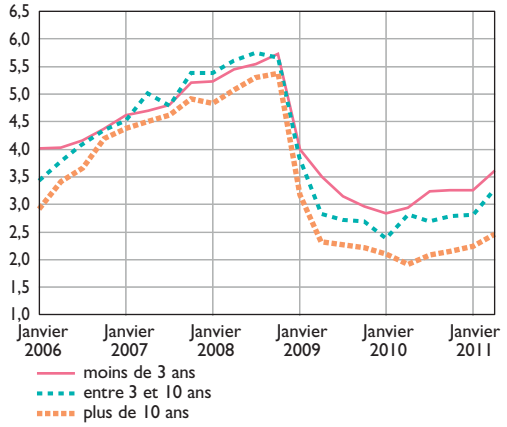
4|2 La cotation attribuée par la Banque de France

La cotation constitue un indicateur de la santé financière de l'entreprise et de sa capacité à honorer ses engagements. Dès lors, les taux des crédits devraient être d'autant plus faibles que la signature de l'entreprise est jugée de meilleure qualité (cotes 3++, 3+, 3 et 4+)[8]. Pour ces niveaux de cotation, les créances sur l'entreprise sont acceptées en garantie des opérations de refinancement de l'Eurosystème.

Sauf en cas d'évènement marquants (redressement judiciaire, perte de plus de la moitié du capital...), la Banque de France ne cote significativement que les entreprises dont elle dispose du bilan (chiffre d'affaires supérieur à 750 000 euros), ce qui limite a *priori* le périmètre de suivi des PME indépendantes (en l'absence de bilan et d'informations défavorables, une cote neutre – cote 0 – est attribuée par défaut à ces entreprises). Ainsi, la Banque de France attribue une cote de crédit à environ 250 000 entreprises, alors que l'INSEE recense, en 2009, plus de 3,1 millions d'entreprises en France, parmi lesquelles quelque

Graphique 6 Évolution du TESE moyen par ancienneté de l'entreprise (janvier 2006 – avril 2011)

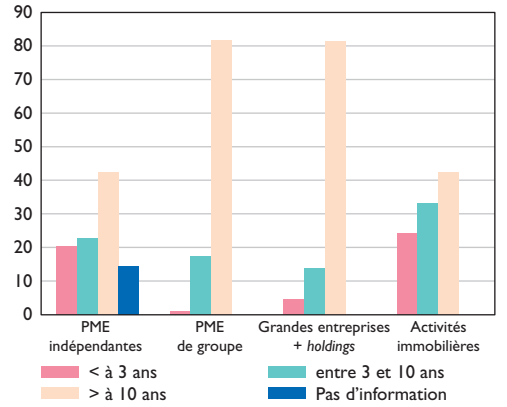
(en %)



Champ : Hors découverts, crédits permanents et crédit-bail
Source : Banque de France

Graphique 7 Répartition des montants accordés par ancienneté de l'entreprise (janvier 2009 – avril 2011)

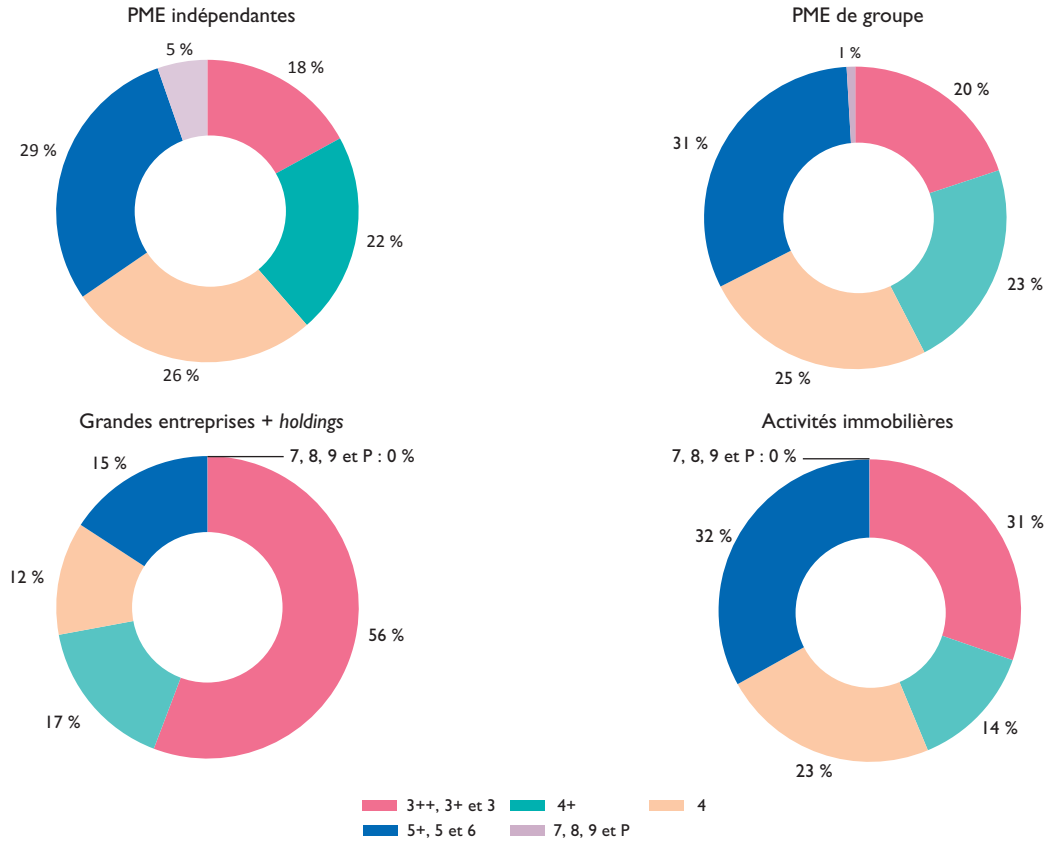
(en %)



Champ : Hors découverts et crédits permanents
Source : Banque de France

8 *Cf. annexe 2 pour la définition des différentes modalités des cotes*

Graphiques 8 Répartition des montants accordés par cote de crédit (janvier 2009 – avril 2011)



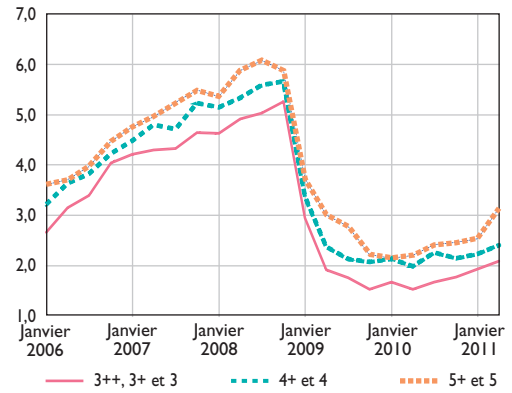
Champ : Hors découverts et crédits permanents. La cotation neutre « 0 : pas d'information » a été retirée pour faciliter la lecture.

2,9 millions de microentreprises identifiées sur la base d'un chiffre d'affaires annuel inférieur à 2 millions d'euros[9]. Or, les cotes 0 représentent plus de 60 % des montants de crédits accordés aux PME indépendantes.

Abstraction faite des crédits attribués aux entreprises cotées « 0 », 55 % des montants octroyés aux PME indépendantes vont à des entreprises cotées 4, 5+, 5 ou 6 – principales cotes non éligibles – (cf. graphiques 8). Inversement, plus de 70 % des crédits aux grandes entreprises et *holdings* bénéficient aux meilleures signatures. Or, la distribution des taux moyens des crédits par cote est conforme à la hiérarchie attendue : les crédits accordés aux entreprises les mieux cotées (cotes 3++, 3+, 3) bénéficient des taux les plus bas quelle que soit la période considérée (cf. graphique 9).

Graphique 9 Évolution du TESE moyen par catégorie de cote (janvier 2006 – avril 2011)

(en %)



Champ : Hors découverts, crédits permanents et crédit-bail
Source : Banque de France

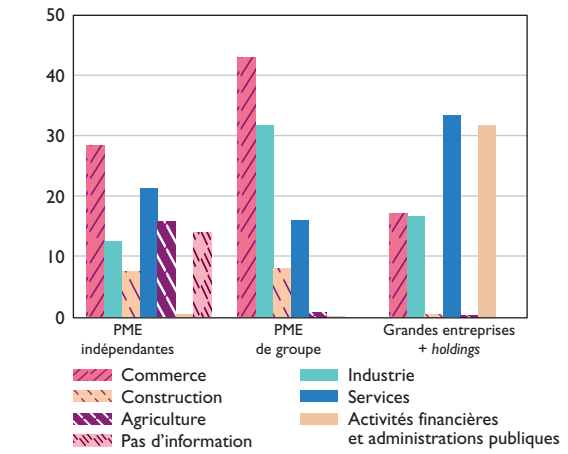
9 *La catégorie des PME comprend les microentreprises.*

4|3 L'activité de l'entreprise

Certains secteurs économiques peuvent présenter un risque plus important que d'autres en raison de leurs caractéristiques propres. Cet effet peut être permanent (il est alors structurel) ou transitoire lorsqu'il est imputable par exemple à une dégradation conjoncturelle. La répartition des crédits par grands secteurs d'activité au sein de chacune des catégories d'entreprises bénéficiaires souligne en premier lieu l'importance du secteur du commerce dans les crédits aux PME (cf. graphique 10). De manière assez prévisible, l'agriculture représente toujours une part importante de l'activité des PME indépendantes. Les crédits aux grandes entreprises vont pour un tiers d'entre eux aux services. L'effet spécifique du secteur est toutefois difficile à apprécier dans la mesure où une grande partie de l'endettement des grandes entreprises est contractée par des holdings : ces dernières sont classées dans le secteur des activités financières, ce qui ne permet pas d'identifier le secteur d'activité de la filiale pour laquelle l'emprunt a été effectué. Il n'en demeure pas moins que les taux moyens des crédits mesurés par grand secteur d'activité se situent à des niveaux généralement plus élevés pour les secteurs de la construction et, dans une moindre mesure, celui du commerce que ceux observés pour l'industrie et les services marchands (cf. graphique 11).

Graphique 10 Répartition des montants par secteur d'activité (janvier 2009 – avril 2011)

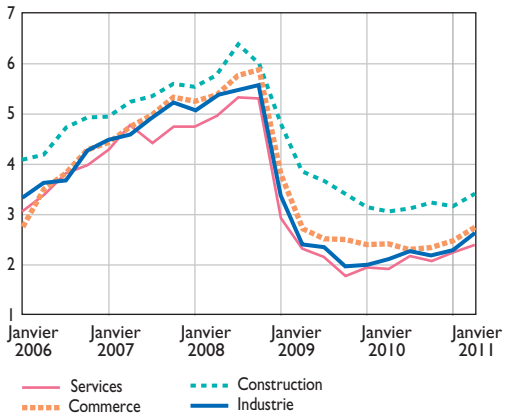
(en %)



Champ : Hors découverts et crédits permanents – hors activités immobilières
Source : Banque de France

Graphique 11 Évolution du TESE moyen par secteur d'activité (janvier 2006 – avril 2011)

(en %)



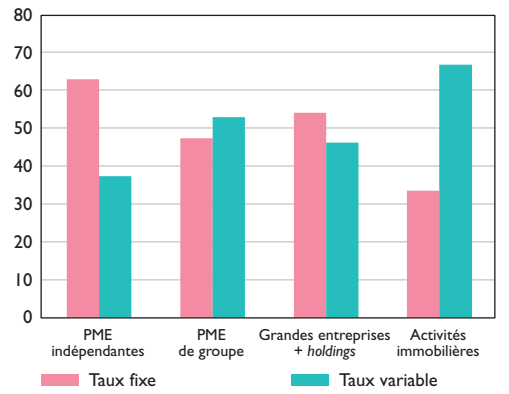
Champ : Hors découverts, crédits permanents et crédit-bail
Source : Banque de France

4|4 La nature du taux du crédit

Les PME sont plus engagées sur des crédits à taux fixe que les grandes entreprises ou *holdings* ainsi que les entreprises exerçant une activité immobilière, pour lesquelles 70 % des emprunts contractés le sont à taux variable (cf. graphique 12). L'écart de tarification entre crédit à taux fixe et à taux variable semble d'autant plus élevé que le niveau général des taux est bas. Le creux du dernier cycle des taux d'intérêt ayant été atteint en 2010, ce facteur a tendu logiquement à accentuer au

Graphique 12 Répartition des montants par catégorie d'entreprise et nature du taux du crédit (janvier 2009 – avril 2011)

(en %)



Source : Banque de France

cours de la période récente l'écart de tarification entre crédits aux PME et aux grandes entreprises.

La taille de l'entreprise constitue à l'évidence un élément clé de l'appréciation du risque de crédit par les banques. En règle générale, il en résulte qu'un concours octroyé à une PME sera normalement plus coûteux qu'un crédit accordé à une grande entreprise. Cependant, la typologie qui vient d'être esquissée des crédits aux entreprises tend à confirmer que les PME cumulent *a priori* plusieurs causes de renchérissement de leurs taux débiteurs en termes relatifs : qualité de crédit généralement moyenne à l'aune des cotations de la Banque de France, structure spécifique des financements en termes de durée et de montant, ancienneté de l'entreprise.

5| Caractéristiques des emprunteurs ou du crédit et niveau des taux

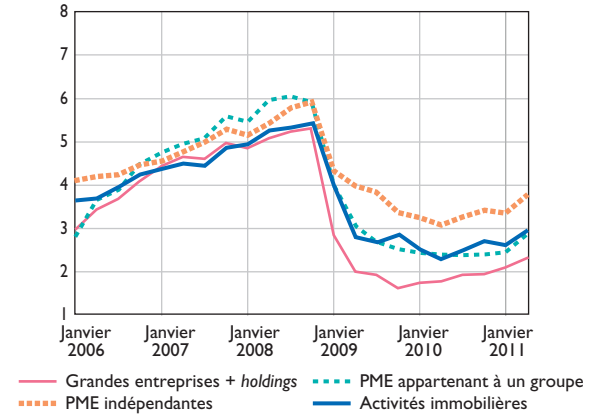
5|1 Les taux des crédits en moyenne plus élevés pour les PME que pour les grandes entreprises

Deux sous-périodes segmentent la période pré-crise. La première est marquée par le cycle de remontée des taux d'intérêt entamé fin 2005. La seconde débute en juillet 2007 avec les tensions financières nées de la crise des *subprimes* et s'achève en octobre 2008, peu après la faillite de Lehman Brothers. La période de développement de la crise correspond ensuite à la phase de forte baisse des taux directeurs de la Banque centrale européenne (– 3,25 points de pourcentage entre octobre 2008 et mai 2009) et à la mise en œuvre d'une politique de fourniture illimitée [10], à taux fixe très bas, de liquidités par les banques centrales nationales de l'Eurosystème, s'accompagnant d'un élargissement des signatures éligibles (étendues aux cotations correspondant à un *rating* BBB).

Pour chacune de ces sous-périodes, la hiérarchie des taux moyens est conforme à l'intuition (cf. graphiques 13 et 14). Les taux appliqués aux

Graphique 13 Évolution du TESE moyen par catégorie d'entreprise (janvier 2006 – avril 2011)

(en %)

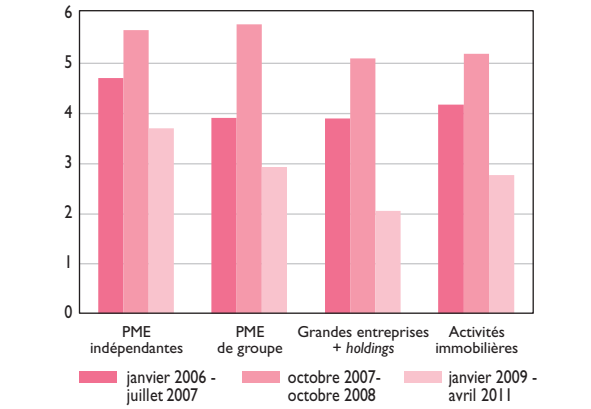


Champ : Hors découverts, crédits permanents et crédit-bail

PME indépendantes sont plus élevés que pour les autres catégories [11] : 3,7 % en moyenne depuis janvier 2009. Les grandes entreprises et *holdings* obtiennent les taux les plus bas (2 % en moyenne depuis janvier 2009) et les PME filiales d'un groupe occupent une position intermédiaire avec des niveaux de taux proches de 3 % pour la période la plus récente.

Graphique 14 TESE moyen par catégorie d'entreprise

(en %)



Champ : Hors découverts et crédits permanents
Source : Banque de France

10 Sous réserve que les banques apportent aux banques centrales nationales de l'Eurosystème le collatéral (créances) garantissant les financements que celles-ci leur accordent.
11 Les taux mentionnés dans cette section sont des taux effectifs au sens étroit correspondent à la composante actuarielle des taux effectif globaux. Ils n'incluent donc pas les frais facturées par l'établissement qui font l'objet d'une analyse spécifique (cf. §2.3).

ENCADRÉ 2

La segmentation des entreprises par catégorie

Les informations collectées au titre de l'enquête sur le coût du crédit sont enrichies par des descripteurs des entreprises à partir de quatre autres sources :

- *la Centrale des Risques fournit les encours mensuels de crédit des entreprises ayant des engagements cumulés vis-à-vis d'un établissement de crédit supérieurs à 25 000 euros ;*
- *les données issues de la base SIRENE de l'INSEE, éventuellement enrichies par le réseau des succursales de la Banque de France, permettent de disposer de la date de création et du code NAF (nomenclature d'activités française) de l'entreprise ;*
- *la base des données de bilan recense les entreprises qui ont remis une documentation comptable, c'est-à-dire la liasse fiscale à la fin de leur exercice, au cours des 21 derniers mois ;*
- *la base des cotations attribuées par la Banque de France aux entreprises lui ayant remis un bilan permet d'associer aux entreprises présentes dans l'enquête sur le coût du crédit leur dernière cotation connue au dernier jour du trimestre correspondant.*

Les données de bilan permettent de définir sans ambiguïté l'appartenance d'une entreprise à la catégorie des PME ou des grandes entreprises. Cependant, ces données ne sont disponibles que pour 250 000 entreprises. La Centrale des Risques contient quant à elle les encours de crédit de plus de 2 millions d'entreprises. La classification des entreprises est alors opérée selon des estimations statistiques fondées sur la combinaison de trois critères :

- *le niveau d'activité représenté par le chiffre d'affaires hors taxes : s'il est supérieur à 50 millions d'euros, l'entreprise est classée parmi les grandes entreprises sans que ne soit opérée à ce stade d'identification précise des entreprises dites de taille intermédiaire – ETI ;*
- *l'encours de crédits mobilisés recensé par la Centrale des Risques : ce deuxième critère est appliqué secteur par secteur en fonction du plus fort endettement (calculé au niveau du 95e centile) des plus grandes PME :*
  - *classées par secteur et regroupées en fonction de leurs caractéristiques,*
  - *dont le niveau d'activité est compris entre 30 et 50 millions d'euros. Les entreprises qui bénéficient en moyenne sur 12 mois d'un encours mobilisé supérieur à ces seuils sectoriels sont classées parmi les grandes entreprises, quel que soit leur chiffre d'affaires ;*
- *l'encours de crédits mobilisables : les entreprises dont l'encours mobilisable le plus élevé dépasse au cours des 12 derniers mois le seuil de 20 millions d'euros sont également classées parmi les grandes entreprises.*

Lorsqu'une entreprise présente dans l'enquête sur le coût du crédit n'est pas référencée dans la Centrale des Risques et ne remet pas de bilan, elle est réputée de petite taille : elle est alors classée automatiquement dans la catégorie des PME. Conformément aux définitions figurant dans la loi de modernisation de l'économie (2008), la catégorie des PME inclut les microentreprises et les entrepreneurs individuels.

Parmi les PME, on distingue ensuite celles qui sont indépendantes de celles qui appartiennent à un groupe. En effet, pour ces dernières, une partie du financement de l'entreprise peut passer par la maison mère ou des sociétés sœurs. Le concept d'entité indépendante n'est évidemment pas pertinent pour les grandes entreprises dans la mesure où elles appartiennent toutes à des structures de groupe.

Enfin, des regroupements spécifiques sont effectués afin d'isoler les holdings *et les entreprises du secteur « activités immobilières ». Les entreprises de ce secteur reçoivent en effet des financements spécifiques qu'il ne serait pas pertinent du point de vue économique de mettre en relation avec le chiffre d'affaires ou l'effectif salarié.*

- *Les* holdings *correspondent à la classe 6420 de la NAF rev 2, activités des sociétés* holdings *(sous-catégorie de la section K « activités financières et d'assurance ») et à la classe 7010, activités des sièges sociaux (sous-catégorie de la section M « activités spécialisées, scientifiques et techniques »).*

- *Pour les activités immobilières, la classe 4110 « promotion immobilière des bâtiments » vient en complément de la section L « activités immobilières ».*

Compte tenu des montants de financements qui leur sont accordés, et par souci de lisibilité, les holdings *sont systématiquement regroupées avec les grandes entreprises dans les résultats présentés.*

Ces écarts de taux d'intérêt sont néanmoins d'interprétation délicate dans la mesure où ils peuvent résulter comme indiqué précédemment de plusieurs facteurs :

• un effet spécifique attaché à chaque catégorie d'entreprise. Par exemple, une probabilité élevée de défaut justifie la persistance d'une prime de risque plus importante. De même, le poids économique d'une grande entreprise peut lui conférer un pouvoir de négociation accru lors de la négociation des conditions d'attribution d'un crédit.

• des effets de structure liés à la différence entre la composition des crédits obtenus entre les petites entreprises et les grandes. Par exemple, *a priori* moins coûteux, les crédits de montants élevés constituent l'essentiel des crédits consentis aux grandes entreprises (cf. graphique 1) ; toutes choses égales par ailleurs, cela a pour effet de minorer le taux moyen de leurs crédits [12]. De même, une surreprésentation des entreprises les moins bien notées dans une catégorie de crédit conduit mécaniquement à élever le taux moyen des crédits pour la catégorie en question.

5|2 L'écart de taux entre les crédits aux PME indépendantes et aux grandes entreprises augmente au début de la crise puis diminue à partir de mi-2009

Durant la crise, la différence de taux selon la taille des entreprises emprunteuses s'est accentuée : la baisse des taux enclenchée à partir de janvier 2009 a été plus prononcée pour les grandes entreprises que pour les PME indépendantes (cf. graphiques 13 et 14). Dans le cas des premières, qui sont plus à même de recourir à des financements de marché, la baisse des taux s'est accompagnée d'un net repli des crédits en 2009, les émissions de titre de créance venant se substituer aux financements bancaires.

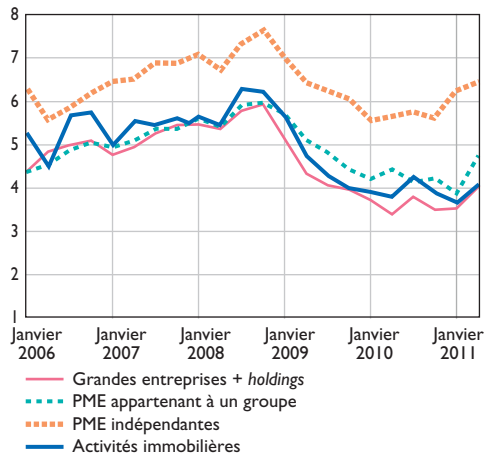
Cet accroissement de l'écart de taux observé en 2009 peut s'interpréter comme constituant un indice de la réappréciation du risque de crédit par les établissements prêteurs. *A contrario*, on peut être tenté d'en déduire que les risques étaient sous-évalués avant la crise dans un contexte de forte concurrence interbancaire, situation qui a pu conduire à une faible différenciation des conditions en fonction de la qualité des entreprises emprunteuses. D'autres effets spécifiques (aux entreprises ou à certains types de crédit) peuvent également être invoqués, de même que des effets de structure (déformation de la structure des financements) voire une combinaison de ces deux effets.

Cela étant, l'écart de taux entre crédits aux grandes entreprises et crédits aux PME a atteint un maximum à la fin du premier semestre de 2009 (180 points de base) et n'a cessé depuis lors de diminuer pour revenir à 100 points de base en avril 2011. La remontée des taux durant les premiers mois de 2011 semble ainsi avoir davantage concerné les grandes entreprises dont le financement est majoritairement assuré par des crédits à court terme.

Des observations de même nature peuvent être faites lorsqu'on élargit l'analyse aux crédits non échéancés (découverts et crédits permanents) et au crédit-bail (cf. graphiques 15 et 16). Les premiers sont comptabilisés au moment de l'ouverture du compte ou de la ligne de crédit tandis que le second est un mode de financement spécifique de l'investissement assuré pour l'essentiel par les sociétés financières spécialisées filiales des grands groupes bancaires. Ces deux catégories de concours représentent respectivement 20 % et 10 % du total des crédits aux

Graphique 15 Évolution du TESE moyen par catégorie d'entreprise pour le crédit-bail (janvier 2006 – avril 2011)

(en %)

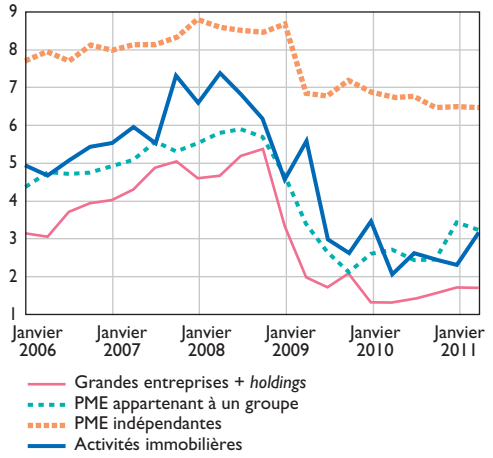


Champ : Crédit-bail

12 *Les taux moyens sont pondérés par les montants des crédits correspondants conformément à la méthodologie de calcul des taux débiteurs en vigueur au sein de l'Eurosystème.*

Graphique 16 Évolution du TESE moyen par catégorie d'entreprise pour les découverts et crédits permanents (janvier 2006 – avril 2011)

(en %)

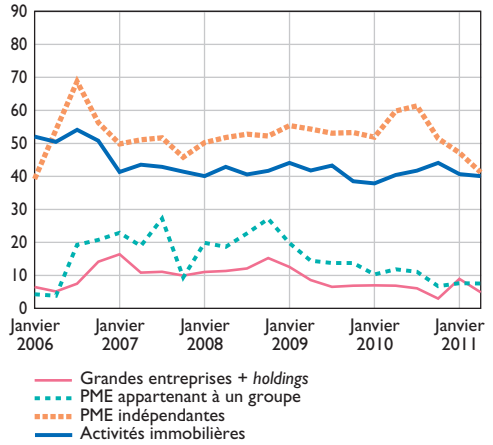


Champ : Découverts et crédits permanents
Source : Banque de France

PME indépendantes et leur sont octroyés à des taux nettement plus élevés que ceux dont bénéficient les grandes entreprises pour des crédits de même nature. Ainsi, sur la période 2006-2008, le *spread* correspondant s'élève à 150 points de base pour le crédit-bail et à 350 points de base pour les crédits non échéancés. Ces derniers sont généralement plus risqués, ou plus exactement davantage dépendants de la seule situation financière globale de l'emprunteur (fonds propres, rentabilité,…) car ils ne sont pas garantis comme l'escompte ni adossés à un « *business plan* » ou à un investissement spécifique comme c'est le plus souvent le cas des crédits échéancés. Pour cette catégorie des découverts ou crédits non échéancés, les concours aux grandes entreprises sont le plus souvent supérieurs à un million d'euros et accordés à des taux particulièrement avantageux, très proches des conditions du marché à court terme. En revanche, les PME indépendantes financent majoritairement leur besoin de trésorerie en activant des autorisations de tirages dont les montants sont le plus souvent inférieurs à 50 000 euros. Or, le coût des découverts est très différencié selon les montants autorisés. L'effet imputable à cette seule différence de structure selon les montants empruntés représenterait à lui seul une prime de quelque 160 points de base dans les taux payés par les PME indépendantes par rapport aux grandes entreprises.

Graphique 17 Frais de dossiers moyens par catégorie d'entreprise (janvier 2006 – avril 2011)

(en points de base)



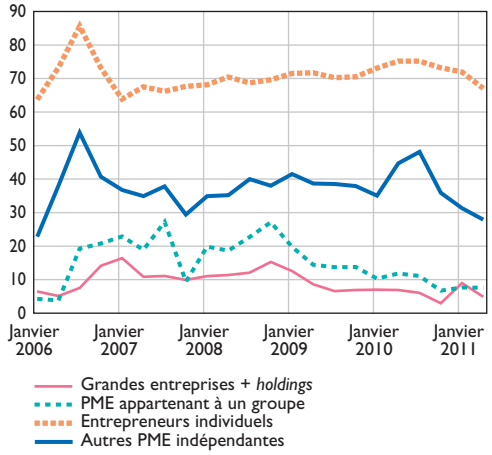
Champ : Hors découverts, crédits permanents et crédit-bail
Source : Banque de France

5|3 Des frais de dossiers plus élevés pour les PME que pour les grandes entreprises

On s'intéresse aux « frais, commissions ou rémunérations de toute nature directe ou indirecte »

Graphique 18 Frais de dossiers moyens, avec décomposition des PME indépendantes en deux catégories (entrepreneurs individuels et autres PME indépendantes)

(en points de base)



Champ : Hors découverts, crédits permanents et crédit-bail
Source : Banque de France

(article L313-1, *Code de la consommation*). Cette composante comprend le coût des garanties et frais d'actes liés à l'octroi du prêt et facturés par l'établissement prêteur auxquels s'ajoutent le cas échéant les assurances obligatoires. Elle est désignée selon le vocable « frais de dossiers ». Exprimés en pourcentage, ces frais correspondent à l'écart entre le taux effectif global et le taux effectif au sens étroit déclarés par les établissements de crédit dans les statistiques monétaires.

La segmentation des niveaux de frais de dossiers en fonction de la taille de l'entreprise met en évidence le coût relativement élevé des frais facturés aux PME indépendantes (cf. graphique 17). Pour celles-ci, les taux de ces frais de dossiers s'élèvent à environ 50 points de base sur la période étudiée, alors qu'ils sont de l'ordre de 15 points de base pour les PME filiales d'un groupe et de 6 points de base pour les grandes entreprises. Parmi les PME indépendantes, les taux des frais de dossiers s'élèvent en moyenne à près de 70 points de base pour les entrepreneurs individuels (qui représentent environ un quart des crédits de cette catégorie, cf. graphique 18). Enfin, ces écarts sont relativement stables au cours du temps, conformément à l'interprétation traditionnelle de cette composante en termes de coût fixe pour les établissements de crédit.

Cela étant, il faut garder à l'esprit que ces taux s'appliquent à des montants unitaires très différenciés selon la taille des entreprises. Or, le coût d'instruction et de gestion d'un dossier par les banques est en partie fixe, indépendant de l'encours concerné.

Annexe 1

Nomenclature des catégories de crédit

Les différentes catégories de crédit par poste

Nom de la catégorie	Postes financiers
Crédits de trésorerie (hors découverts et crédits permanents)	200 : Escompte et assimilé 210 : Financement dailly 220 : Autres créances commerciales 300 : Ventes à tempérament 310 : Prêts personnels 410 : Crédit global d'exploitation 420 : Financement de stock 440 : Autres crédits de trésorerie
Crédits d'investissement	500 : Crédits à l'équipement aidés 510 : Autres crédits à l'équipement 800 : Prêts subordonnés
Crédit-bail	900 : Crédit-bail mobilier 910 : Crédit-bail immobilier 920 : Crédit-bail sur actifs incorporels
Autres crédits	230 : Mobilisation de créances sur l'étranger 240 : Crédits fournisseurs 250 : Crédits commerciaux à des non-résidents 260 : Autres crédits à l'export 400 : Facilités d'émission 600 : Crédits à l'habitat non réglementés 610 : Prêts aux organismes hlm 620 : PLA 630 : PLI 640 : Prêts aidés d'accession à la propriété 650 : Prêts conventionnés 660 : Prêts bancaires conventionnés 670 : PEL 680 : Autres prêts réglementés 690 : Crédits promoteurs 700 : Autres crédits à la clientèle

Annexe 2

La cote de crédit banque de france

La capacité de l'entreprise à honorer ses engagements financiers, à l'horizon de trois ans, est traduite de la façon suivante :

Cotes éligibles au refinancement	3++	excellente
	3+	très forte
	3	forte
	4+	assez forte, en dépit d'éléments modérés d'incertitude ou de fragilité
Autres cotes	4	acceptable, compte tenu d'éléments plus marqués d'incertitude ou de fragilité
	5+	assez faible
	5	faible
	6	très faible
	7	appelant une attention spécifique en raison d'au moins un incident de paiement déclaré pour incapacité de payer
	8	menacée, compte tenu des incidents de paiement déclarés
	9	compromise, les incidents de paiements déclarés dénotant une trésorerie obérée
	P	jugement d'ouverture d'une procédure collective (redressement ou liquidation judiciaire)

Les meilleures cotations, 3 + + , 3 + , 3 et 4 + , ne peuvent être attribuées qu'à des entreprises dont les documents comptables ont moins de 21 mois et ont été analysés. La cote de crédit 0 s'applique aux entreprises dont la documentation comptable n'est pas collectée, leur faible niveau d'activité ne justifiant pas la collecte de cette documentation, ou est trop ancienne (plus de 21 mois suivant la date d'arrêté), ou n'est pas exploitable du fait de la nature de leur activité sous réserve, dans les trois cas, que les entreprises ne fassent pas l'objet d'informations défavorables.

Synthèse du colloque international sur la microfinance

organisé par la Banque de France le 8 juillet 2011

Paul LORIDANT
Observatoire de la microfinance

Béatrice RAOULT-TEXIER
Direction de la Surveillance des relations entre les particuliers et la sphère financière

Luc JACOLIN et Julien MOULONGUET
Direction des Études et des Relations internationales et européennes

En association avec la direction générale du Trésor du ministère de l'Économie et des Finances et avec l'appui de la Caisse des dépôts et consignations (CDC), la Banque de France a organisé le 8 juillet 2011, au Palais du Luxembourg, siège du Sénat, un colloque sur la microfinance. Cette manifestation était placée sous l'égide du G20 dont la France assure la présidence jusqu'en novembre 2011.

Seule banque centrale de l'Union européenne à disposer d'un Observatoire dédié à la microfinance, la Banque de France lui a confié l'organisation du colloque. L'objectif était notamment de prolonger et relayer les travaux du Partenariat global pour l'inclusion financière (GPFI – Global Partnership for Financial Inclusion*), créé par le G20 lors du sommet de Séoul en décembre 2010.*

Cette réflexion sur l'inclusion financière, et en particulier la microfinance, revêt un caractère plus que symbolique pour les instances du G20, qui reconnaissent ainsi un rôle aux populations les plus pauvres dans un développement économique endogène et prennent en compte la situation sociale des pays émergents. Dans un contexte différent, la microfinance se développe aussi dans les pays du Nord en s'inspirant parfois des meilleures pratiques des pays du Sud.

Quatre tables rondes ont ponctué une journée riche en débats autour d'une quarantaine d'intervenants venus de tous les continents et en présence de Muhammad Yunus, prix Nobel de la paix, grand témoin de cette manifestation.

Les débats ont été introduits par Jean Arthuis, président de la Commission des Finances du Sénat, Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, le Professeur Yunus, Jacques Attali, président de PlaNet Finance ainsi que par Ramon Fernandez, directeur général du Trésor. La conclusion a été assurée par Jean-Pierre Landau, sous-gouverneur de la Banque de France.

Tous ont souligné l'importance de la microfinance comme un des outils d'un « développement économique socialement durable » et sa singularité dans la sphère bancaire et financière qui la préserve, dans une certaine mesure, d'un risque systémique généralisé.

Mots clés : microfinance, microcrédit, entrepreneuriat, lutte contre la pauvreté, régulation, réglementation, inclusion financière, développement économique

Codes JEL : G21, D10, E20, E21, E50, E60, G28

1| Dans quelle mesure la microfinance peut-elle participer à l'inclusion financière et à la réduction de la pauvreté ?

Les différents intervenants de la première table ronde ont, de manière consensuelle, réaffirmé l'utilité économique et sociale de la microfinance ainsi que son rôle dans l'inclusion financière des populations les plus vulnérables, dans la promotion de l'entrepreneuriat, tout en appelant, parallèlement, à un certain réalisme dans la définition des objectifs de cet outil, qui ne doit être considéré en définitive que comme un instrument de lutte contre la pauvreté parmi d'autres.

Ainsi, l'accès des populations les plus pauvres, exclues du système bancaire classique, aux services financiers de base, et en particulier à des prêts de petits montants, destinés à financer dans des conditions financières stables un projet générateur de ressources, porteur d'avenir et d'espoir, constitue un facteur essentiel d'intégration économique, d'insertion et de cohésion sociale.

La discussion sur l'utilité de la microfinance a également mis en lumière l'importance de l'élargissement de cet outil à une gamme de services financiers diversifiée (microcrédit, dépôt, épargne, assurance) de nature à répondre, dans des conditions adaptées, à l'ensemble des besoins des populations les plus pauvres (financement de projets, de besoins liés aux cycles de vie…).

Au-delà de l'offre financière elle-même, l'importance de la proximité des établissements de microfinance avec les bénéficiaires de microcrédits, la mise en place d'une relation de confiance, la recherche d'une certaine flexibilité ainsi que l'utilité des dispositifs d'accompagnement ont également été soulignées.

La discussion a porté sur les conditions de mise en œuvre des outils de microfinance et notamment sur l'importance d'insérer ces dispositifs dans des politiques publiques de lutte contre l'exclusion sociale et financière.

De ce point de vue, la mise en place de politiques destinées à favoriser l'accès des populations concernées à l'éducation au sens le plus large, à l'éducation financière en particulier et à une gamme élargie de services publics (santé, infrastructures nécessaires à la vie courante…) est apparue aux yeux des participants comme essentielle pour permettre à la microfinance de contribuer à la réduction de la vulnérabilité des personnes pauvres aux aléas financiers.

Dans le même ordre d'idées, les débats ont également pointé l'importance de créer les conditions de développement de l'offre de microfinance dans un environnement bancaire et financier adapté, de nature à favoriser la mise en place d'un modèle de croissance soutenable. Ainsi, le rôle des politiques de soutien public a été souligné, non seulement sous la forme d'un soutien financier direct mais également dans l'amélioration de l'environnement réglementaire et financier ou le développement de produits innovants comme les comptes bancaires simplifiés mis en place au Brésil.

Enfin a été soulignée la place réservée à la microfinance au plan européen dans le cadre des politiques de lutte contre l'exclusion sociale et la pauvreté avec la mise en place de dispositifs spécifiques : Progress (instrument de microfinancement), Jasmine (programme destiné à soutenir les institutions de microfinance) et Jeremie (programme visant à améliorer l'accès au financement pour les petites et moyennes entreprises — PME — et les microentreprises).

Les débats ont été conclus par le professeur Mohammad Yunus, prix Nobel de la paix, qui a insisté sur l'importance de respecter les spécificités du secteur de la microfinance (banques pour les pauvres) par rapport au système financier traditionnel et sur le rôle particulier joué par la microfinance dans l'inclusion économique et financière des femmes qui forment l'essentiel de la clientèle des établissements de microfinance au Bangladesh.

2| Quelles leçons peuvent tirer les pays du Nord des pratiques de microfinance dans les pays du Sud ?

En introduction des débats de la deuxième table ronde relatifs aux enseignements qui peuvent être dégagés des pratiques de microfinance dans les pays du Sud, il est rappelé que si beaucoup reste à faire, le système a montré dans ces pays

sa capacité à fonctionner. Après une trentaine d'années de développement, la microfinance touche désormais près de 200 millions d'emprunteurs et se caractérise par des taux de défaut très faibles.

Ce développement, qui s'est accompagné d'un élargissement très important de l'offre de produits et services financiers conçus et adaptés pour les pauvres (crédit, dépôt, épargne, moyens de paiement, assurance), illustre la capacité du système à concilier rentabilité et objectifs sociaux.

La microfinance dans les pays développés opère dans des environnements économiques et financiers très différents de ceux qui prévalent dans les pays émergents et en développement. L'exclusion financière, la part des plus démunis et celle du secteur informel y apparaissent moindres ce qui peut se traduire par des différences importantes dans les produits que proposent les établissements de microfinance (microcrédit, accès aux services de base).

Il a en conséquence été souligné que les partages d'expérience ne visent donc pas à une simple réplication des expériences des pays en développement, mais à leur adaptation aux conditions économiques et sociales locales.

La diffusion de la microfinance dans les pays en développement a toutefois sans aucun doute constitué une source d'inspiration importante pour les pays développés, tant sur le plan conceptuel — la (re)découverte du rôle central que peut jouer l'inclusion financière pour l'intégration économique des populations les plus vulnérables et donc pour la cohésion sociale — que pour l'adoption de modes d'organisation ou de produits financiers particuliers.

La discussion sur les partages d'expérience a montré que ceux-ci peuvent s'avérer particulièrement efficaces dans les domaines de la gouvernance et de la protection du consommateur, de l'innovation technologique (banque mobile) et des politiques de soutien public, l'objectif étant de faciliter un développement global du secteur afin de bénéficier d'économies d'échelle plus importantes.

3| Le financement de la microfinance : mobilisation des ressources locales, transferts d'épargne du Nord vers le Sud, financements internationaux

La discussion de la troisième table ronde a d'abord porté sur les moyens d'assurer un développement soutenable des établissements de microfinance (EMF) grâce à des ressources pérennes. Bien qu'ils soient encore marginaux au sein du système financier global, les EMF représentent une activité financière dynamique, dont les bilans cumulés, négligeables il y a trente ans, représentent un encours d'environ 60 milliards de dollars aujourd'hui. Souvent financées à l'origine à l'aide de ressources publiques (un sixième des financements à l'heure actuelle), les ressources des EMF proviennent de manière croissante de la mobilisation de l'épargne locale, qui représente la moitié de leurs ressources globales, mais également du développement des ressources internationales privées, bancaires ou de fonds d'investissements internationaux, auxquels s'ajoutent des ressources, encore très minoritaires mais dynamiques, obtenues par transfert de l'épargne du Nord vers le Sud, comme le permettent les sites de transfert *peer to peer* ou les transferts de fonds de migrants.

Aux yeux de certains participants, la mobilisation des ressources locales semble tout d'abord prioritaire afin de limiter la dépendance financière des EMF et d'assurer leur financement à un coût raisonnable, par exemple en ouvrant aux EMF la possibilité de collecter l'épargne publique dans les pays où cela est prohibé, ou en développant des activités de transferts de fonds. Afin de pérenniser leurs ressources, les EMF ont également été amenés à accompagner l'évolution des besoins de la clientèle traditionnelle de la microfinance au fur et à mesure du développement de leurs projets (*bottom up approach*), en diversifiant les produits financiers qu'ils proposent (crédits spécialisés, produits d'assurance).

Les innovations technologiques et financières peuvent également permettre aux pays en développement de bénéficier de raccourcis technologiques dans le développement de leur systèmes financiers et donc de l'inclusion financière (banque mobile, transferts de fonds de migrants) [1]. Les plates-formes internet *peer-to-peer*, qui servent d'intermédiaires entre des investisseurs individuels et des EMF se sont fortement développées. Bien qu'encore anecdotiques, les ressources collectées ainsi ont l'avantage de croître fortement pour représenter, selon leurs promoteurs, 5 % à 10 % de l'encours de microcrédit d'ici 2020, à un coût très faible, les prêts des investisseurs étant de nature solidaire.

Les investisseurs internationaux jouent, pour leur part, un rôle croissant dans le financement des EMF. Outre les investisseurs publics bilatéraux et multilatéraux, ainsi que les organisations non gouvernementales, les fonds d'investissement privés jouent un rôle fondamental dans le développement de la microfinance. Le débat sur leurs stratégies d'investissement, bien entendu très variables d'un établissement à l'autre, a permis de mettre en lumière les questions suivantes : dans quelle mesure les critères de performance financière remettent-ils en cause les objectifs sociaux des EMF ou au contraire permettent-ils d'assurer leur soutenabilité ? Quelles sont les stratégies de prise de risque des fonds d'investissement et favorisent-elles l'expansion de la taille des EMF et une « professionnalisation » du secteur (structures et modes d'exploitation bancaires) ?

Les participants ont enfin souligné le rôle complémentaire joué par les interventions publiques, et les organisations non gouvernementales (ONG), notamment dans les secteurs les plus risqués de la microfinance et sous la forme d'une large palette de soutiens financiers (garanties, prises de capital, prêts). Elles continuent d'exercer des effets de levier significatifs pour les EMF bénéficiaires.

Le débat sur le financement des EMF s'est enfin concentré sur la question des responsabilités des bailleurs de fonds, qu'ils soient publics ou privés : quelles exigences en termes de qualité de la gouvernance et de responsabilité sociale les investisseurs peuvent-ils raisonnablement et légitimement avoir ? Les investisseurs, publics comme privés peuvent jouer un rôle essentiel dans la diffusion des bonnes pratiques, par exemple par la transparence de la tarification, des contrôles internes et de la comptabilité, des systèmes de gestion des risques, ou l'adoption de codes de bonne conduite visant notamment à assurer une meilleure protection des consommateurs. Les investisseurs publics peuvent, pour leur part, avoir un rôle spécifique à jouer vis-à-vis des autorités nationales, dans la promotion d'un meilleur climat des affaires, d'une amélioration des capacités administratives et de la réglementation par leur assistance technique.

4| La régulation de la microfinance

Observant la grande diversité des EMF, de leurs ressources et des services financiers qu'elles procurent selon les pays, les participants de la quatrième table ronde ont tout d'abord noté la difficulté de définir une régulation universelle de la microfinance. Les réglementations de ce secteur, quand elles existent, reflètent avant tout les caractéristiques propres des marchés bancaires et financiers locaux, en particulier le degré de maturité du marché de la microfinance, son dynamisme, voire, dans certains cas, l'apparition d'effets de saturation débouchant sur le surendettement des emprunteurs. Certains intervenants ont ainsi mentionné que le succès même de la microfinance a pu se traduire par une hétérogénéité croissante du secteur, des difficultés de gouvernance ou de maîtrise des risques, conduisant les autorités de régulation à adopter des réglementations ayant pour objectifs par exemple d'adosser certaines EMF à des groupes bancaires, à consolider des secteurs excessivement émiettés ou à restreindre les pratiques de recouvrement de créances des EMF dans certaines situations de surendettement.

Le débat a également porté sur l'applicabilité des réglementations du secteur bancaire traditionnel à la microfinance. Selon certains intervenants, il convient d'adapter les réglementations du secteur à son modèle de développement, caractérisé par des coûts unitaires de transaction élevés, et qui, dans les pays en développement, doit également être évalué au regard d'un objectif propre d'inclusion financière des populations vulnérables. Un point de débat important concerne l'accès adéquat des EMF aux infrastructures financières, et notamment aux systèmes de paiement, tout en assurant le respect des règles de sécurité qui régissent les systèmes de paiement et de règlement.

1 *Une étude en cours d'achèvement portant sur les corridors de transferts de migrants, centrée sur les pays du Maghreb et de la Zone franc, financée par la direction générale du Trésor, l'Agence française de développement (AFD) et la Banque africaine de développement (BAD), a été mentionnée à ce sujet.*

Les cadres réglementaires devraient, selon certains intervenants, être suffisamment souples pour ne pas décourager l'initiative privée (*via* la création d'EMF) et étendre, au fur et à mesure de leur développement, le champ d'activités des EMF, mais suffisamment rigoureux pour assurer la stabilité financière du secteur, une maîtrise adéquate des risques et une protection suffisante des déposants et plus généralement du consommateur, limitant ainsi les risques de crises.

Ces régulations devraient également aller de pair avec une supervision efficace des EMF, dont les modalités pourraient varier selon les pays et les structures à réguler (associations, coopératives, banques ayant des activités de microcrédit, etc…). Les banques centrales ont un rôle prédominant à jouer dans la conduite ou l'accompagnement de cette supervision, qui doit permettre d'améliorer en particulier la gouvernance du secteur de la microfinance et la transparence des coûts de ses services parfois insuffisante au regard de l'éducation financière des populations concernées. Dans certains pays en développement, un renforcement des capacités de supervision est essentiel pour remplir ces objectifs avec efficacité.

Au total, la question de la régulation de la microfinance a fortement évolué au cours des dernières années, tout d'abord parce que son champ d'application s'est fortement étendu en passant du concept de microcrédit à celui de la microfinance, puis au concept plus vaste d'inclusion financière, qui couvre toute une gamme de produits financiers, offerts notamment par les EMF. Les questions de régulation que doivent résoudre en particulier les pays en développement et émergents touchent aussi bien à la réglementation bancaire proprement dite, qu'aux produits d'assurance, aux moyens de paiement, à la protection du consommateur ou au blanchiment, ainsi qu'à la gouvernance et aux contrôles internes des EMF.

Au niveau international, le Partenariat global pour l'inclusion financière (GPFI – *Global Partnership for Financial Inclusion*), créé en décembre 2010 par le G20 à Séoul, vise notamment à diffuser des principes de régulation harmonisés, fondés sur les meilleures pratiques, permettant d'assurer la stabilité financière et l'inclusion financière des populations les plus vulnérables, en particulier dans les pays émergents et en développement. Le GPFI a édicté des principes pour l'inclusion financière visant à faciliter la mise en place de cadres réglementaires et stratégiques dans le domaine de l'innovation technologique et financière. Le GPFI travaille notamment en coordination avec les organismes de standardisation internationaux, comme le Comité de Bâle pour le contrôle bancaire (BCBS), qui a publié un rapport sur la réglementation de la microfinance en août 2010, le groupe d'action financière (FATF) ou le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CPSS) afin de mieux intégrer les objectifs de l'inclusion financière dans les objectifs fondamentaux de stabilité financière de ces organismes.

Au terme du colloque, les acteurs de la microfinance ont réaffirmé l'importance du rôle de ce secteur pour l'inclusion sociale et financière des plus vulnérables. Ils ont souhaité que ce secteur dispose de ressources adaptées et pérennes et garantisse la sécurité des clients, emprunteurs et épargnants.

Trois défis majeurs ont été identifiés pour le développement de la microfinance :

- ***le défi de la stabilité financière :*** *la sécurité financière du secteur de la microfinance pourrait être renforcée par une régulation et une supervision adaptées, permettant d'assurer la solidité financière des établissements, d'accompagner la professionnalisation des opérateurs et d'améliorer la qualité de l'information dont disposent les établissements prêteurs ;*

- ***le défi des ressources :*** *pour se développer, la microfinance devrait être plus largement financée par le secteur privé et en particulier par les ressources locales. Il pourrait être opportun à cette fin de développer des dispositifs de soutien financier aux actions expérimentales de microfinance, de couverture des risques de change, d'appui technologique, financier et réglementaire aux transferts de fonds des migrants ;*

- ***le défi de l'inclusion sociale et financière :*** *la vocation sociale de la microfinance étant primordiale, ce secteur devrait davantage prendre en considération la diversité des besoins des clients et accorder la priorité à la réduction de la pauvreté, au soutien des territoires les plus fragiles et à l'entrepreneuriat, tout en poursuivant les innovations sociales et financières.*

Annexe

Programme du colloque *

Allocution d'ouverture

Jean Arthuis, sénateur, président de la Commission des Finances, du Contrôle budgétaire et des Comptes économiques de la Nation

Introduction

Christian Noyer, gouverneur, Banque de France

Allocutions

Muhammad Yunus, fondateur, Grameen Bank
Jacques Attali, président, Groupe PlaNet Finance
Ramon Fernandez, directeur général du Trésor, ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

Table ronde n° 1 Dans quelle mesure la microfinance peut-elle participer à l'inclusion financière et à la réduction de la pauvreté ?

Grand orateur Muhammad Yunus, fondateur, Grameen Bank
Président Maria Nowak, présidente fondatrice, ADIE
Intervenants Luiz Awazu Pereira da Silva, sous-gouverneur, Banque centrale du Brésil
Dov Zerah, directeur général, AFD
Pervenche Berès, députée, Parlement européen
Essma Ben Hamida, présidente, ENDA
Fernando Jiménez-Ontiveros, directeur-adjoint, FOMIN, Banque inter-américaine de Développement
Stuart Rutherford, président fondateur, Safesave
Rafael Jabba, *Principal Investment Officer*, Banque africaine de Développement
Channy In, président, ACLEDA Bank
Mahmoud Mohieldin, directeur général, Banque mondiale
Magali Brabant, directeur investissement, direction du Développement territorial et du Réseau, Caisse des Dépôts et Consignations

Table ronde n° 2 Quelles leçons peuvent tirer les pays du Nord des pratiques de microfinance dans les pays du Sud ?

Grand orateur Muhammad Yunus, fondateur, Grameen Bank
Président Arnaud Ventura, co-fondateur, vice-président, Groupe PlaNet Finance
Intervenants Chris de Noose, directeur général, World Savings Bank Institute
Alfred Hannig, directeur exécutif, AFI
Michael Schlein, CEO, Accion
Robert Christen, directeur, Services financiers pour les pauvres, Fondation Bill and Melinda Gates
Jean-Luc Perron, délégué général, Grameen Crédit Agricole
José Francisco De Conrado, CEO, MicroBank – La Caixa
Bold Magvan, CEO, XAC Bank

* *Les actes du colloque feront prochainement l'objet d'une publication par la Banque de France.*

Table ronde n° 3 Le financement de la microfinance : mobilisation des ressources locales, transferts d'épargne du Nord vers le Sud, financements internationaux

Président Tilman Ehrbeck, président, CGAP

Intervenants
Daniel Lebegue, président, Épargne sans frontière
Arnaud Poissonnier, président, Babyloan
Plutarchos Sakellaris, vice-président, Banque européenne d'Investissement
Cyril Rousseau, chef du bureau de l'aide au développement
et des institutions multilatérales de développement, direction générale du Trésor
Marc Bichler, président, Plateforme européenne de la microfinance
Sébastien Duquet, directeur général, PlaNIS responsAbility

Table ronde n° 4 La régulation de la microfinance

Président Njuguna Ndung'u, gouverneur, Banque centrale du Kenya

Intervenants
Keng Heng Tan, membre du Secrétariat, Comité de Bâle sur le contrôle bancaire
Abderrahim Bouazza, responsable de la direction de la Supervision bancaire, Banque centrale du Maroc
Jean-Michel Severino, président, I&P Conseil
Armand Badiel, directeur de la Stabilité financière, BCEAO
Muliaman D. Hadad, sous-gouverneur, Banque centrale d'Indonésie
Nestor Espenilla, sous-gouverneur, Banque centrale des Philippines
Eric Duflos, spécialiste senior de la microfinance, CGAP
Chuck Waterfield, président, MF Transparency
Vijay Mahajan, président, Basix

Conclusions

Jean-Pierre Landau, sous-gouverneur, Banque de France

Défis pour les politiques monétaires et budgétaires à court et long terme

Synthèse de la conférence Banque de France/Bundesbank des 19 et 20 mai 2011 à Hambourg

Laurent CLERC
Direction de la Stabilité financière

Hubert KEMPF et Xavier RAGOT
Direction des Études monétaires et financières
Service d'Études sur la Politique monétaire

La Bundesbank et la Banque de France ont organisé les 19 et 20 mai derniers à Hambourg leur troisième conférence conjointe, après celle d'Eltville en 2007 et de Montvillargenne en 2009. Cette conférence portait sur les défis que la politique macroéconomique, dans ses volets monétaire, budgétaire et fiscal, doit relever à court et à long terme. Organisée par Heinz Erhmann (Deutsche Bundesbank), Laurent Clerc et Hubert Kempf (Banque de France), elle rassemblait dix contributions, un discours du gouverneur de la Banque de France, Christian Noyer, sur le thème « La politique monétaire : leçons de la crise » ainsi qu'une des toutes premières allocutions publiques du président de la Banque centrale allemande, Jens Weidmann [1]. Les contributions ont permis d'évaluer la gestion des dettes publiques, la politique budgétaire et fiscale ainsi que la politique macroprudentielle face à des crises financières.

Mots clés : crise, politique monétaire, dette publique, consolidation budgétaire, politique macroprudentielle

Codes JEL : E3, E4, E5, E6, G2, G3

1 *L'ensemble des articles présentés est disponible sur le site de la Bundesbank, à l'adresse* http://www.bundesbank.de/vfz/vfz_konferenzen_aktuell.en.php#fruehjahrskonferenz.

La Bundesbank et la Banque de France ont organisé les 19 et 20 mai derniers à Hambourg leur troisième conférence conjointe. Cette conférence portait sur les défis que la politique macroéconomique, dans ses volets monétaire, budgétaire et fiscal, doit relever à court et à long terme. Organisée par Heinz Erhmann (Deutsche Bundesbank), Laurent Clerc et Hubert Kempf (Banque de France), elle rassemblait dix contributions, un discours du gouverneur de la Banque de France, Christian Noyer, sur le thème « La politique monétaire : leçons de la crise » ainsi qu'une des toutes premières allocutions publiques du président de la Banque fédérale allemande, Jens Weidmann. Les contributions ont permis d'évaluer la gestion des dettes publiques, la politique budgétaire et fiscale ainsi que la politique macroprudentielle face à des crises financières.

La première partie de la conférence, centrée sur la dette publique, a démarré par une présentation d'Alan Auerbach (Université de Berkeley) portant sur les institutions souhaitables dans une union monétaire. Les autres contributions ont abordé deux formes de réponses à la dérive des finances publiques qui retiennent particulièrement l'attention dans le débat économique : le recours à l'inflation et le défaut.

Les politiques budgétaires et fiscales ont été abordées dans la seconde partie de la conférence. L'objectif était dans un premier temps de quantifier le profil optimal d'une consolidation budgétaire, en arbitrant entre coûts macroéconomiques de court terme et gains à plus long terme. Les travaux présentés ont également abordé la question de la coopération internationale entre pays impliqués dans le commerce international, dans le cas où les politiques monétaires sont susceptibles d'atteindre la contrainte de taux d'intérêt nominal nul. Le reste de la session a été consacré à l'évaluation de la robustesse des multiplicateurs budgétaires estimés à partir des modèles macroéconomiques de type DSGE et à la prise en compte des inégalités de richesse entre les agents dans l'étude des effets de la politique fiscale.

La dernière session a été consacrée à la thématique de la politique macroprudentielle face à des crises financières. La possibilité d'un endettement excessif des agents privés et les moyens pour limiter ce dernier ont fait l'objet de la première présentation. Les paniques bancaires ont constitué l'objet d'étude de la seconde présentation.

Jens Weidmann a synthétisé l'apport des différents travaux. Il a notamment rappelé l'importance d'une recherche scientifique solide pour les banques centrales, tant du point de vue de la prise de décision que de celui de la communication vers le public. Dans cette perspective, il a aussi souligné la nécessité, pour les banques centrales et les autorités budgétaires, de tirer les enseignements de la crise actuelle. Si ces dernières ont su gérer la crise, elles doivent maintenant organiser le retour à des politiques normales, faute de quoi elles feront peser sur les économies des risques accrus de nouvelles crises.

La conclusion des travaux a été tirée par Christian Noyer. Après avoir affirmé que les fondements modernes de la politique monétaire, à savoir l'inexistence d'un arbitrage à long terme entre inflation et chômage et le bien-fondé d'un objectif d'un taux d'inflation faible et stable, n'avaient pas été infirmés par la crise, le gouverneur a indiqué que la crise avait montré certaines limites au consensus portant sur la politique monétaire, ce qui rendait nécessaires des mises en cause tant au plan théorique qu'au plan de la pratique de la politique monétaire. Christian Noyer a néanmoins conclu que les banques centrales sont bien armées pour affronter les problèmes monétaires et financiers futurs que la crise a révélés.

Dettes publiques

Alan Auerbach a procédé à une large discussion sur les institutions souhaitables dans une union monétaire, en particulier du point de vue de la discipline fiscale et budgétaire, en partant d'une comparaison entre la zone euro et les États-Unis. Bien sûr, une différence importante entre les deux ensembles est que les États-Unis disposent d'un gouvernement et donc d'un Trésor public fédéral dont le poids macroéconomique est significatif, ce qui n'est pas le cas dans la zone euro. Alan Auerbach base sa discussion sur une remarque méthodologique simple : les effets externes transfrontières des politiques budgétaires et fiscales nationales créent une interdépendance des États membres d'une union monétaire qu'il faut gérer. Deux dispositifs permettent de le faire : les États peuvent coopérer ou encore coordonner leurs politiques budgétaires et fiscales d'une part ; ils peuvent s'imposer une « discipline fiscale » dans le but de limiter les effets transfrontières négatifs d'autre part. C'est bien là le choix devant lequel la zone euro s'est trouvée placée. Le Pacte de stabilité et de croissance, mis en place par le traité d'Amsterdam (1997),

est un exemple de processus disciplinaire. Mais les interventions récentes des pays de l'Union européenne en faveur d'un sauvetage de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal sont des exemples de coopération. Pour Alan Auerbach, les règles fiscales sont justifiées lorsqu'elles ont pour objectif d'aider les États à identifier les politiques budgétaires et fiscales qui sont dans leur propre intérêt, plutôt que de les contraindre à suivre des politiques prédéfinies.

Deux formes de réponse à la dérive des finances publiques, ce que le jargon des économistes désigne comme la non-soutenabilité de la dette publique, retiennent particulièrement l'attention. La première est le recours à l'inflation ; la deuxième est le défaut. Michael Krause et Stéphane Moyen (Deutsche Bundesbank) étudient la première, Francisco Roch et Harald Uhlig (Université de Chicago), ainsi que Klaus Adam (Banque centrale européenne) et Michael Grill (Université de Mannheim), la seconde.

L'inflation permet d'alléger les dettes d'un État dans la mesure où elles ne sont pas indexées et où l'anticipation d'inflation lors de l'émission, incorporée dans les taux d'intérêt contractuels, est inférieure à l'inflation constatée. Dans cette situation, les économistes parlent de taxe inflationniste. Cependant, Michael Krause et Stéphane Moyen font remarquer que le succès d'une inflation non anticipée pour alléger la dette publique dépend de deux facteurs clés : la réponse des anticipations d'inflation et le profil par échéances des émissions. Le premier facteur détermine les taux d'intérêt nominaux à l'occasion des émissions, le second la fraction de la dette publique qu'une politique inflationniste peut alléger. Michael Krause et Stéphane Moyen développent un modèle néo-keynésien (DSGE) calibré sur données américaines leur permettant d'évaluer l'impact de ces deux facteurs clés. En particulier, ils montrent que le supplément de dette publique occasionné par la crise de 2007 pourrait être effacé par une augmentation soudaine et permanente de l'inflation de 4 %. Au contraire, une augmentation transitoire de l'inflation n'aurait que des effets négligeables après dix ans. En d'autres termes, il faudrait une augmentation très importante de l'inflation pour parvenir à un effet significatif. Compte tenu des conséquences négatives de l'inflation, la question de la pertinence d'une telle politique se pose donc.

Francisco Roch et Harald Uhlig se penchent sur l'option du défaut. Dans un premier temps, ils prennent en compte le taux de préférence pour le présent du responsable de l'endettement public, montrant comment cela peut l'amener à précipiter le moment du défaut, pour des raisons d'opportunisme politique. Le fait que le pays puisse bénéficier d'un sauvetage (*bail out*), ne peut que renforcer ce comportement de prise de risque accru, sans améliorer structurellement la position du pays endetté. Francisco Roch et Harald Uhlig abordent ensuite le problème du défaut souverain dans le cadre d'une union monétaire. Le fait d'appartenir à une union monétaire modifie les termes de la crise souveraine d'un pays. D'un côté, cela lui ôte un instrument majeur de gestion, son taux de change, et donc complique le retour à la solvabilité et la capacité à revenir sur les marchés financiers. Ce pays est donc financièrement beaucoup plus contraint que s'il disposait d'une pleine souveraineté monétaire. Toutefois, il est extrêmement difficile de sortir d'une union monétaire car le temps de préparation nécessaire à une telle sortie est tel qu'il rend le pays extrêmement exposé à une crise bancaire et financière de grande ampleur. D'un autre côté, cela lui ouvre la possibilité de se voir aidé par ses partenaires , ne serait-ce que par intérêt bien compris : d'une part, le défaut d'un pays a nécessairement des conséquences macroéconomiques par le biais des interdépendances économiques et financières qui lient les pays membres d'une union, d'autre part, le risque de contagion du défaut par le biais de mécanismes autoréalisateurs est élevé. Comme l'écrivent Francisco Roch et Harald Uhlig, la situation de défaut dans une union monétaire relève de la « tragédie des biens communs ».

Klaus Adam et Michael Grill étudient la politique optimale de défaut lorsque les gouvernements peuvent s'engager de manière crédible sur leur politique future [2]. Ils étudient tout d'abord le cas où les coûts de défaut sont faibles. Ceux-ci peuvent être une perte de crédibilité auprès des prêteurs ou une « ostracisation » sur la scène internationale. Lorsque les coûts sont faibles, les auteurs montrent qu'il peut être optimal de faire souvent défaut car cela permet aux pays de réagir à des chocs économiques négatifs. Le défaut permet donc de rendre le remboursement de la dette contingent à certains évènements. Lorsque les coûts du défaut sont importants, la politique optimale est de ne faire défaut qu'en cas de choc négatif majeur.

2 *Klaus Adam et Michael Grill :* « Optimal sovereign debt default »

Cette analyse repose cependant sur l'hypothèse que les prêteurs anticipent parfaitement la politique de défaut du gouvernement.

Politique budgétaire et fiscale

Les hauts niveaux de dette publique posent la question du moment optimal d'une consolidation fiscale par hausse des impôts ou baisse des dépenses. Une consolidation fiscale rapide peut entraîner une récession importante du fait de l'effet négatif sur la demande agrégée. Une consolidation retardée entraîne une hausse de la dette, ce qui tend à augmenter les taux d'intérêt et à décourager l'investissement. Cet arbitrage est étudié par Giancarlo Corsetti (Université de Cambridge), Keith Kuester, André Meier et Gernot Muller (Université de Bonn) dans un modèle néo-keynésien. Les auteurs montrent que, pour la plupart des paramètres, une consolidation progressive est la moins négative pour l'activité économique. Cependant, lorsque le taux d'intérêt de la politique monétaire atteint zéro et lorsque les montants de dette publique sont très élevés, une baisse rapide des dépenses publiques peut être souhaitable.

La coordination des politiques budgétaire et fiscale est une réponse à une crise internationale, c'est-à-dire une crise qui affecte plusieurs pays simultanément, soit parce qu'ils subissent un choc commun, soit à cause de leur interdépendance économique et financière. Mais cette coordination peut buter sur des obstacles venant limiter les marges de manoeuvre. C'est une situation de ce genre qu'étudient David Cook et Michael Devereux (Université de Colombie britannique), en s'intéressant à la coopération internationale entre pays impliqués dans le commerce international, dans le cas où les politiques monétaires sont susceptibles d'atteindre la contrainte de taux d'intérêt nominal nul. S'appuyant sur un modèle théorique à deux pays, David Cook et Michael Devereux montrent comment le degré d'ouverture du commerce international entre deux pays conditionne leur réponse coordonnée à un choc de demande qui affecte l'un des deux. D'une part, ce degré d'ouverture conditionne l'atteinte de la trappe à liquidité ; d'autre part, il affecte la réponse coordonnée à un choc de demande. En particulier, le « fardeau de l'ajustement » peut être inégalement réparti entre les pays partenaires. Par exemple, un pays peut avoir à pratiquer une politique monétaire moins accommodante que s'il décidait de sa politique de façon non coopérative parce que les termes de l'échange peuvent exacerber plutôt qu'atténuer l'impact des chocs de demande. David Cook et Michael Devereux tirent de cet exercice la conclusion que la transmission internationale des chocs et donc les réponses de politique économique sont conditionnées par le degré d'ouverture au commerce des économies.

La question de la valeur du multiplicateur budgétaire est de nouveau au cœur de la macroéconomie dans la crise actuelle. Cette valeur détermine l'efficacité des politiques budgétaires pour relancer l'économie. Eric Leeper, Nora Traum et Todd Walker (Université d'Indiana) ont présenté une étude estimant empiriquement le multiplicateur budgétaire avec trois modèles dynamiques différents (DSGE) [3]. Ils montrent que le choix du modèle peut biaiser les résultats *a priori* et dans des sens parfois opposés. Ils concluent que l'estimation empirique des multiplicateurs fondés sur les modèles DSGE ne peut pas fournir d'estimation robuste des multiplicateurs à ce stade. Ces derniers sont trop dépendants de fondements théoriques sur lesquels il n'y a pas de consensus.

La prise en compte des inégalités de richesse entre les agents est importante pour comprendre l'effet de la politique fiscale. En particulier, les ménages riches peuvent avoir une propension à épargner supérieure à celle des ménages pauvres après une baisse d'impôt. Tommaso Monacelli et Roberto Perotti (Université Bocconi) étudient l'effet de la politique fiscale dans une économie où les ménages les plus pauvres font face à des contraintes de crédit [4]. Ces contraintes dépendent négativement du coût du crédit, c'est-à-dire du taux d'intérêt. Ils montrent que l'effet de la politique fiscale dépend du degré de rigidité des prix des biens finaux. Si les prix sont rigides, une politique fiscale qui taxe les ménages riches et redistribue du revenu vers les ménages pauvres peut augmenter la production totale à court terme, alors que cette dernière peut diminuer si les prix sont flexibles. Un élément essentiel pour avoir un effet expansionniste avec prix rigides est la réactivité du volume de crédit au taux d'intérêt. Celui-ci doit être suffisant pour obtenir un effet expansionniste.

3 *Eric Leeper, Nora Traum et Todd Walker :* « The Fiscal Multiplier Morass: A Bayesian Perspective »
4 *Tommaso Monacelli et Roberto Perotti :* « Tax Cuts, Redistribution, and Borrowing Constraints »

Crise financière et politique macroprudentielle

La possibilité d'un endettement excessif des agents privés et les moyens pour limiter ce dernier sont le sujet de l'article de Javier Bianchi et Enrique Mendoza (Université du Maryland) [5]. Les auteurs étudient une petite économie ouverte où les agents doivent garantir leurs emprunts. En d'autres termes, les banques ne prêtent aux agents qu'à la hauteur d'une fraction fixe de la valeur de leurs actifs financiers et immobiliers. Ils montrent que la vente des actifs par les agents entraîne une baisse des prix et donc une baisse de la valeur des actifs. Le montant des crédits à l'économie diminue, ce qui conduit à une baisse des prix additionnelle. Ce mécanisme est une externalité : les vendeurs n'internalisent pas l'effet de leur action sur le montant de crédit distribué à l'économie. Les auteurs montrent qu'un planificateur bienveillant connaissant cette externalité conduirait à un endettement moindre. Cet endettement limité réduirait l'ampleur de la baisse de la production lors de la phase de récession. Les auteurs développent donc une théorie de l'excès d'endettement fondée sur l'externalité passant par la valeur des garanties. Enfin, ils montrent que la politique d'endettement optimale peut être obtenue en taxant les dettes et en subventionnant les dividendes.

La crise ouverte en 2007 a fait ressurgir un phénomène que les économies développées croyaient avoir éradiqué : les paniques bancaires ou encore les courses aux dépôts. La banque britannique Northern Rock a subi une attaque de ce type en septembre 2007 et n'a pu être sauvée que par sa nationalisation par l'État britannique. Un an plus tard, la faillite de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers a déclenché une crise financière d'une ampleur inédite qui s'apparente aux paniques bancaires. À l'évidence, les mécanismes de garantie des dépôts bancaires ne se sont pas révélés suffisants, contrairement à ce qui était généralement attendu. Russell Cooper et Hubert Kempf ont étudié théoriquement la question de l'intervention publique après une panique bancaire, lorsqu'une banque n'est plus capable de respecter son engagement de retrait libre auprès de ses déposants. La puissance publique, disposant de la capacité à prélever des impôts, peut s'en servir pour effectuer des transferts entre agents ayant pu retirer leurs dépôts et les malchanceux qui n'ont pu le faire. En d'autres termes, les auteurs suppriment l'hypothèse traditionnelle depuis l'étude pionnière de Douglas Diamond et Phil Dybvig (1983) [6] que la puissance publique peut se préengager et garantir *a priori* les retraits. En introduisant alors une hypothèse d'agents différenciés par leurs revenus, et donc par l'importance de leurs dépôts bancaires, ils montrent que la décision d'intervenir résulte d'un arbitrage entre les gains en bien-être dus à l'assurance des dépôts et les coûts en bien-être dus aux prélèvements plus ou moins créateurs de distorsions auxquels la puissance publique procède.

Le président Jens Weidmann a synthétisé l'apport des différents travaux. Il a notamment rappelé l'importance d'une recherche scientifique solide pour les banques centrales, tant du point de vue de la prise de décision que de celui de la communication vers le public. Dans cette perspective, il a aussi souligné la nécessité, pour les banques centrales et les autorités budgétaires, de tirer les enseignements de la crise actuelle.

• La stabilisation en période de crise est un enjeu majeur. Mais elle ne doit pas être assurée en réduisant la capacité d'une économie de marché à fournir aux agents privés les bonnes incitations. Il convient donc d'évaluer les conséquences d'une mesure de stabilisation bien au-delà de ses effets immédiats pendant la crise.

• La politique monétaire et la politique budgétaire sont parvenues à stabiliser les marchés financiers et l'économie réelle. Le défi est de revenir maintenant à un mode de fonctionnement du *policy mix* normal, même si cela s'avère particulièrement délicat dans un environnement macroéconomique volatil.

• La crise doit donc inciter les décideurs à réfléchir à l'amélioration du cadre actuel permettant de limiter les crises, en mettant l'accent sur un meilleur encadrement des marchés financiers et des finances publiques.

• L'adhésion du public est essentielle au succès des politiques économiques, en particulier des politiques de sortie de crise et de retour à la normale.

5 *Javier Bianchi et Enrique Mendoza :* « Overborrowing, Financial Crises and Macroprudential Policy »
6 *Douglas Diamond et Phil Dybvig :* Bank runs, deposit insurance and liquidity, Journal of Political Economy, *91, p. 401-419*

La conclusion des travaux a été tirée par le gouverneur Christian Noyer dont le discours portait sur les leçons de la crise à tirer pour la politique monétaire. Après avoir affirmé que les fondements modernes de la politique monétaire, à savoir l'inexistence d'un arbitrage à long terme entre inflation et chômage et le bien-fondé d'un objectif d'un taux d'inflation faible et stable, n'avaient pas été infirmés par la crise, le gouverneur a indiqué que la crise avait montré certaines limites au consensus portant sur la politique monétaire, ce qui rendait nécessaires des mises en cause tant au plan théorique qu'au plan de la pratique de la politique monétaire. Cinq leçons lui semblent devoir être tirées de la crise :

• comme l'avançait Charles Kindleberger [7], alors de façon iconoclaste, la stabilité macroéconomique n'assure pas *ipso facto* la stabilité financière et peut même semer les graines d'une instabilité financière future ;

• la conjonction entre (in-)stabilité macroéconomique et (in-)stabilité financière doit amener à adjoindre à la politique monétaire proprement dite une politique macroprudentielle et à coordonner quand nécessaire les instruments monétaires et macroprudentiels ;

• les prévisions d'inflation ne peuvent constituer des indicateurs statistiques suffisants pour la conduite de la politique monétaire. Le recours à une palette d'indicateurs, en particulier monétaires, comme le pratique la Banque centrale européenne, permet de mieux prévoir la montée de risques systémiques ;

• la trappe à liquidité (ou encore l'atteinte d'un taux d'intérêt nominal nul) est selon toute vraisemblance un problème durable que devra gérer la banque centrale ;

• dans ces conditions, il est nécessaire d'ouvrir le spectre des idées et des suggestions faites aux responsables de banques centrales et de se méfier du conformisme intellectuel.

Christian Noyer a conclu que les banques centrales sont bien armées pour affronter les problèmes monétaires et financiers futurs que la crise a révélés.

7 *Kindleberger (C.), 2005,* Manias, panics, and crashes : a history of financial crises, *Palgrave Macmillan, 5e édition*

Après la chute, la recomposition du commerce international

Synthèse de la conférence BdF/PSE/CEPII des 25 et 26 mai 2011

Pauline BOURGEON, Jean-Charles BRICONGNE et Guillaume GAULIER

Direction des Études microéconomiques et structurelles

Service d'Étude sur la Compétitivité et les Échanges extérieurs

Après la chute du commerce mondial observée fin 2008-début 2009, qui a été à la fois massive, soudaine et généralisée, un rebond est intervenu. La question de la pérennité de ce rebond a été débattue lors d'une conférence co-organisée par la Banque de France (BdF), l'École d'économie de Paris (PSE G-MonD) et le Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII).

Si les efforts de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) pour apaiser les tensions entre pays ont permis de limiter les mesures protectionnistes et de faire respecter les règles multilatérales, l'économie mondiale a fait toutefois preuve d'une grande fragilité car il est devenu plus difficile pour un pays de compter sur ses partenaires, également touchés par la crise globale, pour stabiliser la production.

En outre, le déséquilibre persistant des échanges entre pays excédentaires, comme la Chine ou l'Allemagne, et pays déficitaires, comme les États-Unis, semble se creuser à nouveau après avoir marqué le pas quelques mois, les écarts de compétitivité industrielle se combinant à des désajustements macroéconomiques (déséquilibre épargne-investissement).

La trop forte dépendance des pays africains aux exportations de matières premières qui constituent souvent leur principale source de devises a été soulignée. La relative faiblesse des systèmes financiers des pays africains a par ailleurs été un facteur aggravant pour les exportateurs.

Tous ces facteurs pèsent sur une forte reprise des échanges : le commerce mondial, qui croissait deux fois plus vite que le PIB avant la crise, ne retrouvera pas nécessairement son dynamisme antérieur.

Mots clés : crise financière, commerce international, déséquilibres mondiaux, marges intensives et extensives, protectionnisme, pays émergents

Codes JEL : F02, F10, G01

NB : Le programme et les articles présentés peuvent être trouvés en ligne à l'adresse : http://www.banque-france.fr/gb/publications/seminaires/articles-presentes-After-the-collapse-the-reshaping-of-trade.htm.

Après la chute du commerce mondial observée fin 2008-début 2009, qui a été à la fois massive, brutale et simultanée dans la plupart des pays, le rebond qui est intervenu ensuite pose question à plusieurs titres.

- Ce rebond est-il pérenne ?

- La croissance du commerce va-t-elle retrouver sa tendance d'avant la crise ?

- Dans quelle mesure les positions commerciales entre pays vont-elles être redistribuées ?

Le colloque s'est articulé autour de trois sessions, présidées respectivement par Christian Pfister (Banque de France), Gunther Capelle-Blancard (CEPII) et Thierry Verdier (PSE).

- La crise du commerce est-elle terminée ?

- Les pays développés vont-ils retrouver le chemin de la croissance ?

- La recomposition du commerce en faveur des pays émergents.

Neuf études ont été présentées, donnant lieu à trois discussions animées respectivement par Matthieu Bussière (Banque de France), Thierry Mayer (Sciences Po Paris et CEPII) et Frank van Tongeren (OCDE).

Deux lectures ont été présentées, la première par François Bourguignon (PSE) : *L'Afrique peut-elle bénéficier du rebond du commerce ?*, la seconde par Kevin O'Rourke (Trinity College) : *La chute du commerce international de 2008-2009 dans une perspective historique*.

Une table ronde présidée par Marc Roscam Abbing (Centraal Planbureau – Pays-Bas – CPB) a clos le colloque. Celle-ci a regroupé Marc Bacchetta (OMC), Fabien Besson (direction générale du Trésor), Lucian Cernat (Commission européenne), Willem van der Geest (anciennement à l'*International Trade Center* – ITC, Genève), Stéphanie Guichard (OCDE) et Pierre Jacquet (Agence française de développement – AFD).

De cette journée et demie de conférence, on peut retenir tout d'abord que le rebond du commerce, s'il est réel, ne s'est pas effectué au même rythme dans tous les pays, et n'augure pas nécessairement d'un retour aux tendances antérieures. Si le respect des règles multilatérales, notamment dans le cadre de l'OMC, a permis de limiter le recours à des mesures protectionnistes qui auraient aggravé la crise, les gains directs à attendre d'une éventuelle conclusion des accords de Doha ne doivent pas être surestimés. La dynamique à venir du commerce trouvera plutôt des relais dans le commerce entre pays émergents, tandis que la conclusion du cycle de Doha permettra avant tout de consolider l'édifice multilatéral des règles commerciales.

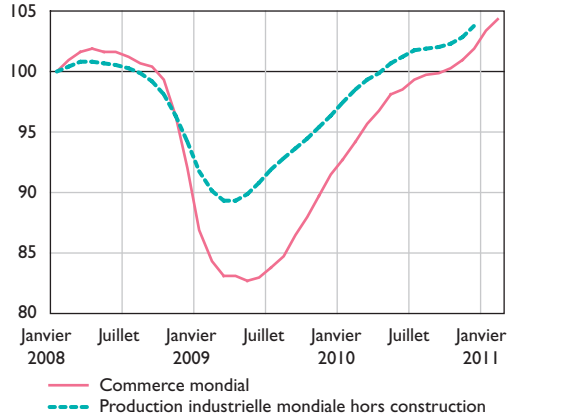
1| La crise du commerce est-elle terminée ?

Malgré le rebond indéniable du commerce mondial (en prenant une base 100 au début de 2008 en moyenne glissante sur trois mois, le volume du commerce mondial a décru à 82,7 points en mai 2009 pour ne dépasser le niveau de 100 qu'en octobre 2010, cf. graphique), de nombreuses incertitudes demeurent quant à la nouvelle dynamique du commerce en sortie de crise.

Tout d'abord, la reprise n'a pas affecté tous les pays dans les mêmes proportions. Ensuite, même si le rebond du commerce tient pour partie à des effets de rattrapage, les facteurs de rebond du commerce ne sont pas nécessairement les mêmes que ceux qui ont présidé à sa chute, comme le montrent Andrei Levchenko,

Commerce mondial et production industrielle

(moyennes glissantes sur 3 mois, volumes, base 100 en janvier 2008)



Source : CPB ; calculs : Banque de France

Logan Lewis et Linda Tesar (Université du Michigan) [1]. En effet, les questions de crédit n'ayant joué qu'un rôle mineur dans la chute du commerce, qui a touché particulièrement les biens durables et intermédiaires, ce dernier ne saurait bénéficier symétriquement de l'amélioration des conditions financières. De même, il est peu probable que la reprise de la demande de biens d'investissement et plus généralement de biens durables soit aussi marquée que l'a été son effondrement fin 2008.

Pour donner une indication de la durée potentielle des effets de la crise sur le commerce, Abdul Abiad, Prachi Mishra et Petia Topalova (Fonds monétaire international – FMI) analysent la dynamique des importations et des exportations à la suite de 179 épisodes de crise entre 1970 et 2009, en utilisant un modèle de gravité [2]. Ils trouvent une forte chute des importations du pays touché par une crise financière dans l'année qui suit (19 % en moyenne) ; ce déclin est persistant, les importations ne retrouvant le niveau prédit par le modèle de gravité qu'au bout de dix ans. Le caractère global de la crise, comme dans le cas actuel, est un facteur aggravant. En effet, lorsque l'ensemble des pays partenaires est frappé simultanément par une crise financière, le commerce international est affecté plus durablement.

La pérennité du rebond du commerce pourrait sembler menacée par la consolidation des finances publiques engagée par la plupart des pays développés, qui pourrait peser sur leurs importations. Daria Taglioni (Banque mondiale) montre que ce risque est toutefois limité compte tenu de l'autonomisation croissante du commerce entre pays du Sud [3]. Pour ce faire, elle analyse les évolutions passées, la structure et les perspectives du commerce des pays du Sud.

La part des exportations des pays du Sud vers d'autres pays du Sud a ainsi augmenté, le commerce Sud-Sud dépassant le commerce Nord-Sud dès le début des années deux mille. Par ailleurs, les exportations des pays à revenu faible ou moyen sont dynamiques à la fois dans le secteur manufacturier et dans de nombreux secteurs des services, ce qui témoigne d'une certaine diversification.

Au cours des années deux mille, la croissance du commerce des pays du Sud a été soutenue notamment par celle des capacités à exporter (productivité globale des facteurs, offre des facteurs de production, augmentation des importations de biens intermédiaires) et le fractionnement des chaînes de valeur. La réduction des barrières commerciales reste également un déterminant de long terme essentiel pour la dynamique du commerce Sud-Sud, même si l'impact sur la croissance mondiale de la conclusion des accords commerciaux devrait *a priori* être limité (cf. partie 3).

2| Les pays développés vont-ils retrouver le chemin de la croissance ?

En se basant sur un cadre unifié de modèles à correction d'erreur, Filippo di Mauro (BCE) tire les enseignements d'un ouvrage collectif disponible sur le site internet de la Banque centrale européenne [4]. Il souligne que l'écart entre le niveau actuel du commerce et son niveau d'équilibre se résorbe lentement dans le monde, mais plus rapidement aux États-Unis pour lesquels les marchés de destination et la spécialisation sectorielle, ainsi que le taux de change, jouent un rôle primordial. Quant aux chaînes de valeur entre entreprises, si elles n'ont pas contribué à des changements structurels des élasticités du commerce, elles ont augmenté la volatilité des échanges.

Suite à la crise du commerce, les déséquilibres mondiaux (déficits records aux États-Unis, excédents en Chine, en Allemagne, au Japon notamment) se sont initialement un peu résorbés avant de s'élargir à nouveau. Robert Dekle (University of Southern California), Jonathan Eaton (Université de Pennsylvanie) et Samuel Kortum (Université de Chicago) ont évalué à titre indicatif l'ampleur de certains ajustements (sur les salaires, les PIB, les absorptions réelles) qu'il faudrait mettre en œuvre pour résorber ces déséquilibres [5]. Les ajustements nécessaires sont d'autant plus limités que les facteurs sont mobiles et l'approvisionnement en

1 *Andrei Levchenko, Logan Lewis et Linda Tesar,* "The US trade recovery: what goes down must come up?"
2 *Abdul Abiad, Prachi Mishra et Petia Topalova,* "How does trade evolve in the aftermath of financial crises?". *Les modèles de gravité en commerce international transposent dans le domaine des échanges internationaux le modèle de gravité utilisé en physique. Les « poids » sont souvent représentés par les PIB ou une variable similaire et les distances par celles entre pays, donnant une approximation des coûts de transport.*
3 *Daria Taglioni,* "Is the pre-crisis model of South export-led growth over?"
4 "Recovery and beyond: lessons for trade adjustment and competitiveness", http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recoveryandbeyond_en.pdf
5 *Robert Dekle, Jonathan Eaton et Samuel Kortum,* "Global rebalancing with gravity: measuring the burden of adjustment"

importations flexible. Les ajustements sur les valeurs nominales peuvent être très significatifs mais sont partiellement amortis par la chute concomitante des prix domestiques, minimisant ainsi la baisse du PIB réel.

Pour résorber les déséquilibres mondiaux, Bernard Hoekman (Banque mondiale) insiste quant à lui sur la contribution des réformes structurelles [6]. Il préconise les mécanismes volontaires insistant sur les programmes de réformes relatives aux services et des accords internationaux qui conduisent à prendre des engagements de réformes. Ces lignes directrices sont cohérentes avec le fait que la résorption des déséquilibres commerciaux n'est pas principalement une question liée au commerce, mais apparaît plutôt comme le pendant des déséquilibres entre l'épargne et l'investissement internes, comme cela a été rappelé au cours de la table ronde finale.

Pour juger des voies que le commerce pourrait emprunter au sortir de la crise actuelle, il est utile de s'inscrire dans une perspective plus large, ce que fait Kevin O'Rourke dans sa lecture historique de la crise. L'effondrement du commerce international a été plus brutal mais le rebond beaucoup plus précoce que dans la crise des années trente. Le surajustement du commerce international dans la crise actuelle s'explique en partie par un effet de composition. En effet, le commerce actuel est plus intensif en biens industriels, particulièrement en biens durables, dont les ventes sont davantage affectées en temps de crise. Le rebond relativement plus rapide par rapport aux années trente s'explique quant à lui notamment par des stabilisateurs automatiques plus importants et une plus grande réactivité de la politique monétaire. Kevin O'Rourke note que, dans les années trente, les politiques protectionnistes n'ont pas causé la crise mais en ont plutôt été une conséquence, du fait d'une rupture du consensus en faveur du libéralisme commercial, notamment de la part des pays du bloc or handicapés par le maintien de politiques monétaires et de changes inappropriées. Il s'interroge sur la solidité du système commercial international face à la montée actuelle de la défiance envers la mondialisation dans les démocraties occidentales, confrontées à la persistance du chômage et la recherche de sécurité des approvisionnements. L'histoire a montré que les équilibres reposant sur la confiance dans l'ouverture des marchés internationaux sont fragiles.

3| La recomposition du commerce en faveur des pays émergents

Concernant le commerce des pays africains, deux faiblesses sont à relever, l'une liée à la crise, l'autre plus ancienne. Nicolas Berman (Institut de hautes études internationales et du développement – IHEID) et Philippe Martin (Sciences Po Paris) montrent que le faible développement du système financier en Afrique a été un facteur aggravant de la chute du commerce pendant la crise [7]. En outre, François Bourguignon insiste sur le fait que les exportations africaines sont encore trop dépendantes des matières premières, ne pouvant reposer sur un secteur industriel suffisamment large. Mais le développement d'un tel secteur suppose un ensemble de réformes, de gouvernance notamment. La mauvaise qualité des infrastructures demeure aussi un obstacle important, limitant les bénéfices possibles d'un meilleur accès aux marchés développés et émergents.

Le recours aux mesures protectionnistes a été limité pendant la crise, comme l'ont montré Alessandro Nicita (Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement – CNUCED), Hiau Looi Kee et Cristina Neagu (Banque mondiale) [8]. En effet, seuls certains pays comme la Russie, l'Argentine, la Turquie ou la Chine ont augmenté leurs droits de douane de façon notable sur certains biens importés. En revanche, les États-Unis et l'Union européenne ont recouru principalement à des droits antidumping pour protéger leur industrie. Dans l'ensemble, alors que la hausse des droits de douane et des droits antidumping pourrait avoir contribué à la chute du commerce à hauteur d'environ 43 milliards de dollars, elle explique moins de 2 % de la chute du commerce pendant la crise. Ce caractère contenu du protectionnisme actuel tient probablement, en grande partie, aux règles multilatérales de l'OMC, même si les gains induits par le respect de ces règles ne sont pas aisément quantifiables.

6 *Bernard Hoekman,* "Structural reform to support rebalancing of global growth"
7 *Nicolas Berman et Philippe Martin,* "The vulnerability of sub-Saharan Africa to the financial crisis: the case of trade"
8 *Hiau Looi Kee, Cristina Neagu et Alessandro Nicita,* "Is protectionism on the rise? Assessing national trade policies during the crisis of 2008"

Pour l'avenir, les bénéfices à attendre d'une nouvelle libéralisation du commerce des biens et des services dans le cadre de l'OMC, combinée à des mesures de facilitation du commerce, et d'amélioration des infrastructures portuaires, seraient de l'ordre de 187 milliards de dollars à moyen terme, selon un chiffrage effectué par Yvan Decreux (International Trade Center) et Lionel Fontagné (PSE) [9]. La facilitation des échanges représente la moitié des gains à attendre de ce cycle de Doha. Concernant les pays en développement, l'érosion des préférences commerciales dont ils bénéficient actuellement pourra entraîner des pertes, qui ne pourront être compensées précisément que par un programme ambitieux de facilitation des échanges. Ce chiffrage justifie l'importance donnée au dossier de la facilitation par les négociateurs dans la perspective de la prochaine réunion ministérielle.

9 *Yvan Decreux et Lionel Fontagné,* "Economic impact of potential outcome of the DDA"

La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2010

Direction de la Balance des paiements *Direction des Enquêtes et Statistiques sectorielles*

En 2010, le déficit des transactions courantes de la France s'établit à 34 milliards d'euros (soit 1,7 % du PIB), niveau sensiblement égal à celui de 2008 (1,5 % du PIB en 2009).

Ce déficit reflète en premier lieu le solde négatif des échanges de biens, qui s'inscrit à 54 milliards d'euros, et dont la dégradation est compensée pour moitié par la hausse de l'excédent des revenus, tirés notamment des investissements à l'étranger, qui s'établit à 37 milliards.

Les sorties nettes d'investissements directs s'établissent à 38 milliards d'euros en 2010, contre 50 milliards l'année précédente en raison du recul des investissements français à l'étranger.

Le déficit global des transactions courantes et des investissements directs est équilibré par des entrées de capitaux au titre des investissements de portefeuille et/ou des opérations de prêts-emprunts, ce qui se traduit économiquement par un endettement de certains secteurs résidents vis-à-vis des non-résidents, ou une réduction de leurs avoirs à l'étranger.

Ainsi en 2010, le déficit des transactions courantes et les sorties de capitaux au titre des investissements directs (72 milliards) sont financés par des entrées de capitaux qui résultent d'un endettement extérieur net des institutions financières monétaires – IFM – (123 milliards, instruments dérivés inclus) et des administrations publiques (43 milliards). Les autres secteurs – ménages, entreprises non financières, Banque de France, assurances notamment – augmentent globalement leurs créances nettes sur l'étranger (109 milliards), ce qui correspond en balance des paiements à des sorties de capitaux.

Le déficit des transactions courantes et les sorties de capitaux observés en 2010 contribuent à dégrader la position extérieure nette de la France, qui résulte de la différence entre les avoirs et les engagements vis-à-vis des non-résidents. À la fin de l'année 2010, la position extérieure nette de la France, exprimée en valeur de marché, est débitrice de 192 milliards d'euros (soit 10 % du PIB). Elle se détériore de 31 milliards par rapport à 2009, les effets nets de valorisation (13 milliards) accentuant l'impact du déficit courant.

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

Codes JEL : F10, F21, F23

NB : Les données commentées dans cet article sont celles qui figurent dans le Rapport annuel 2010 *publié sur le site internet de la Banque de France :* http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/telechar/economie_balance/rap-2010/rapport-annuel-2010-balance-des-paiements.pdf

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

Le solde des transactions courantes (cf. glossaire) de la France revient en 2010 au niveau de 2008. Il est déficitaire de 33,7 milliards d'euros, après 28,4 milliards en 2009. La dégradation des échanges de biens, proche de 11 milliards, est pour moitié compensée par une amélioration du solde des revenus. L'excédent des services, y compris les voyages, reste proche du niveau enregistré en 2009, à 10 milliards, tandis que le déficit des transferts évolue peu (26,5 milliards).

Tableau 1 Principaux soldes de la balance des paiements

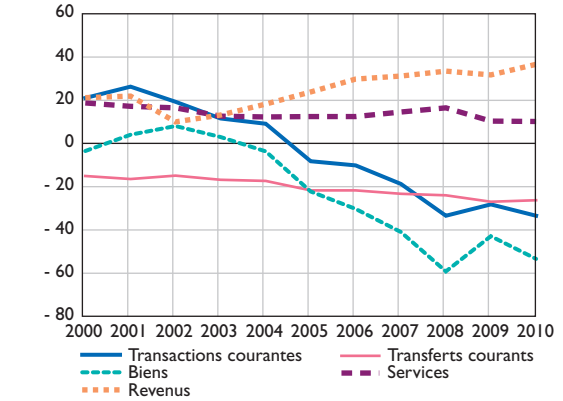
(en milliards d'euros)

	2008	2009	2010
Transactions courantes	**- 33,7**	**- 28,4**	**- 33,7**
(en % du PIB)	- 1,7	- 1,5	- 1,7
Biens	- 59,4	- 43,1	- 53,7
Services hors voyages	5,9	2,2	3,9
Voyages	10,5	8,0	6,1
Revenus	33,4	31,6	36,5
Transferts courants	- 24,2	- 27,1	- 26,5
Compte de capital	**0,7**	**0,3**	**0,0**
Compte financier	**18,3**	**41,1**	**18,2**
Investissements directs	- 62,0	- 49,6	- 37,9
Français à l'étranger (a)	*- 78,3*	*- 61,2*	*- 50,7*
Étrangers en France (a)	*16,3*	*11,6*	*12,8*
Investissements de portefeuille	25,0	251,1	119,9
Avoirs	*- 98,3*	*- 77,4*	*23,2*
Engagements	*123,3*	*328,5*	*96,7*
Instruments financiers dérivés	- 16,4	- 16,9	34,3
Autres investissements	63,1	- 147,4	- 92,3
Avoirs de réserve	8,5	3,9	- 5,8
Erreurs et omissions nettes	**14,8**	**- 13,0**	**15,4**

(a) Après reclassement des prêts entre sociétés sœurs selon le « principe directionnel étendu » (cf. note de bas de page n° 4)

Graphique 1 Transactions courantes

(soldes bruts en milliards d'euros)



1|1 Les biens

Le déficit des échanges de biens atteint 53,7 milliards en 2010, après 43,1 milliards en 2009, dans un contexte de forte reprise des échanges de marchandises au niveau mondial.

Après une forte baisse en 2009, les échanges extérieurs de biens sont en hausse en 2010. Les exportations [1] progressent de 13,7 % et les importations de 13,9 %, sans retrouver toutefois leur niveau d'avant la crise. Cela se traduit en balance des paiements par une dégradation du solde des échanges de biens, qui s'établit en 2010 à – 53,7 milliards, résultant essentiellement de l'alourdissement de la facture énergétique. Celle-ci s'accroît de 8 milliards sous les effets combinés de la hausse des volumes achetés et de l'augmentation des cours des matières premières énergétiques. L'augmentation du prix du baril de pétrole, au cours du second semestre, n'est que partiellement absorbée par l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar.

Les exportations françaises sont principalement tirées en 2010 par les matériels de transport, dont les ventes progressent de 16 %. Les ventes d'équipements mécaniques, électriques, électroniques et informatiques, des « autres produits industriels » et de produits agricoles et agroalimentaires affichent des progressions moins marquées, de l'ordre de 12,6 %.

Du point de vue géographique, la dégradation du solde douanier en 2010 s'explique, pour l'essentiel, par le creusement des déficits vis-à-vis de la zone euro (– 3 milliards d'euros, dont – 1,4 milliard vis-à-vis de l'Espagne), et de l'Asie (– 3,2 milliards, dont – 2,4 milliards avec la Chine), zone avec laquelle les échanges ont fortement progressé en 2010 (exportations + 29,4 %, importations + 22,5 %).

Par rapport à la reprise du commerce mondial, la croissance des exportations françaises s'inscrit en léger retrait, en raison notamment du poids croissant des économies émergentes dans les échanges internationaux de marchandises. La part de marché de la France à l'exportation fléchit en conséquence légèrement, passant de 3,8 % en 2009 à 3,7 % en 2010, poursuivant la tendance baissière amorcée au milieu des années deux mille.

1 *En données douanières en valeur. Celles-ci diffèrent des données de biens en balance des paiements par le traitement du travail à façon, des réparations, de l'avitaillement, et des opérations ne donnant lieu ni à transfert de propriété ni à un paiement. En balance des paiements, les exportations de biens progressent ainsi en 2010 de 14,2 % et les importations de 15,4 %.*

1|2 Les services

L'excédent des échanges de services est stable de 2009 à 2010, à 10 milliards. La baisse de 1,9 milliard de l'excédent des voyages est compensée par l'amélioration du solde des services de transport pour 0,8 milliard et des autres services pour 1 milliard.

Les transports

Les échanges de services de transport enregistrent une forte hausse dans le sillage de la reprise des échanges de biens et retrouvent des niveaux proches d'avant la crise, voisins de 27 milliards. Le solde est proche de l'équilibre en 2010 à 0,1 milliard, après des déficits de 0,7 milliard en 2009 et 1,1 milliard en 2008. L'amélioration du solde est principalement imputable aux services de transport maritime, dont le déficit se réduit de 1,1 milliard, à 0,5 milliard, tandis que l'excédent des échanges de services de transport aérien diminue quelque peu, à 0,9 milliard.

Les voyages

En 2010, l'excédent des voyages se réduit pour la troisième année consécutive pour atteindre 6,1 milliards, alors qu'il était légèrement supérieur à 10 milliards de 2000 à 2008. Cette diminution s'explique par un léger recul des recettes (– 1 %) conjugué à une progression des dépenses des Français à l'étranger de près de 6 %.

Les recettes de voyages ont été pénalisées en début d'année par des conditions climatiques défavorables et par l'éruption du volcan islandais paralysant le trafic aérien. Les pays limitrophes concentrent presque trois quarts des recettes de voyages de la France. La baisse des recettes est principalement imputable aux Italiens, aux Belges, aux Suisses et aux Britanniques, tandis que les Allemands, les Espagnols et les Néerlandais augmentent leurs dépenses de voyages en France. Les recettes en provenance d'Amérique du Nord repartent également à la hausse, après une forte baisse en 2009, sans toutefois avoir retrouvé leur meilleur niveau de 2008.

Les autres services

L'excédent des échanges des autres services [2] (hors services de transport et voyages) augmente légèrement pour atteindre 3,9 milliards, après 2,9 milliards en 2009, dans un contexte de reprise des exportations (5,1 %, après une contraction de 3,2 % en 2009) et de poursuite de la progression des importations (3,0 % en 2010).

L'analyse des soldes par secteur montre des évolutions relativement limitées d'une année sur l'autre. L'amélioration observée en 2010 porte principalement sur les échanges des autres services aux entreprises dont le déficit se réduit de 1,3 milliard, à 0,5 milliard. Les autres postes enregistrent une dégradation plus limitée de leur solde, inférieure à 0,5 milliard.

1|3 Les revenus

Les revenus affichent un excédent de 36,5 milliards en hausse par rapport à 2009 en liaison avec l'amélioration globale des revenus des investissements.

L'excédent des revenus d'investissements directs s'accroît de plus de 8 milliards, à 34,1 milliards. Du fait du redémarrage de l'activité, les revenus des investissements directs augmentent sensiblement en 2010, les revenus des investissements français à l'étranger progressant (+ 14,7 milliards) davantage que les revenus des entreprises résidentes ayant fait l'objet d'investissements par l'étranger (+ 6,2 milliards) [3].

Le solde des revenus d'investissement de portefeuille enregistre une nouvelle baisse en 2010 et devient déficitaire (– 5,1 milliards) pour la première fois depuis 2006, après un quasi-équilibre en 2009 (0,1 milliard). Cette dégradation résulte d'une baisse des revenus sur titres étrangers perçus par les résidents (– 1 %) conjuguée à une hausse des revenus sur titres français payés aux non-résidents (+ 5,6 %).

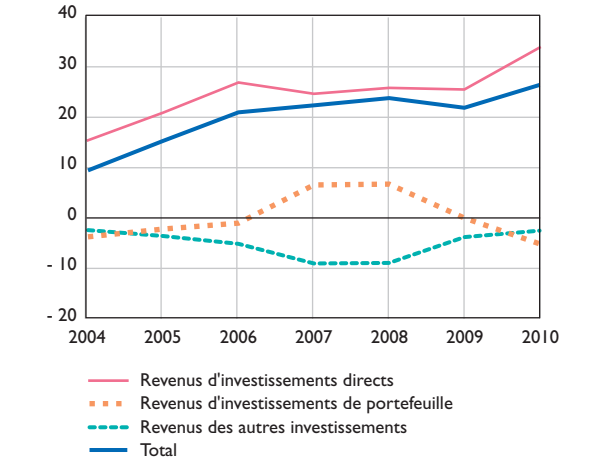
Enfin, le déficit des revenus des « autres investissements » (opérations de prêts et emprunts,

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

3 *Il est à noter qu'au moment de la rédaction du présent article, les revenus d'investissements directs de l'année 2010 sont estimés et pas encore issus de données collectées auprès des entreprises.*

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

(en milliards d'euros)



essentiellement interbancaires, cf. glossaire) se réduit de nouveau en 2010, à 2,4 milliards, en liaison avec la baisse des taux d'intérêt (cf. graphique 2), tandis que les revenus du travail (travailleurs frontaliers) apportent 10 milliards (stable d'une année à l'autre).

2| Le compte financier

Le compte financier de la balance des paiements, dont le solde doit en théorie équilibrer le solde des transactions courantes, enregistre les échanges d'actifs financiers entre la France et l'étranger, et regroupe principalement les « investissements directs », « investissements de portefeuille » et les « autres investissements » (essentiellement opérations de prêts-emprunts des IFM) (cf. glossaire). Son solde s'établit à 18,2 milliards en 2010, après 41,1 milliards en 2009, retrouvant son niveau de 2008 (cf. tableau 1).

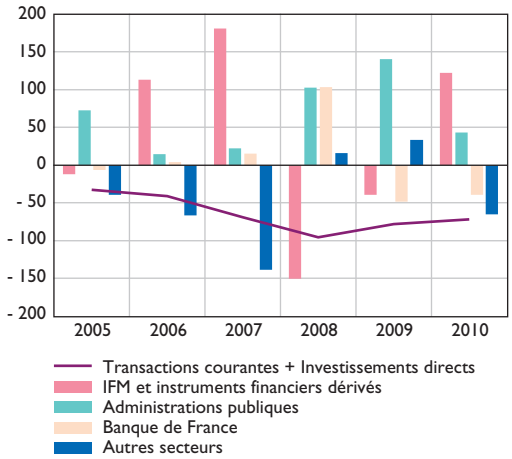
Depuis 2005, le solde annuel global des transactions courantes et des investissements directs est négatif. Ce déficit est principalement financé par des entrées de capitaux au titre des investissements de portefeuille et/ou des opérations de prêts-emprunts, ce qui se traduit économiquement par un endettement de certains secteurs résidents vis-à-vis des non-résidents, ou une réduction des avoirs des résidents sur l'étranger. Généralement, les entrées de capitaux résultent de l'endettement du secteur public (*via* les souscriptions de titres publics par des non-résidents) et du secteur bancaire (IFM), tandis que les « autres secteurs » (sociétés non financières, ménages, assurances, institutions financières non monétaires) enregistrent des sorties de capitaux.

En 2008 et surtout en 2009, l'endettement extérieur du secteur public a financé l'essentiel du déficit des transactions courantes et des sorties de capitaux au titre des investissements directs. De fait, l'endettement – sous forme de titres – du secteur public auprès de non-résidents est ressorti à des niveaux plus élevés. Les non-résidents ont également souscrit des titres émis par la Société de financement de l'économie française (SFEF), entité classée dans les « autres secteurs », dont les ressources ont exclusivement servi au financement long du secteur bancaire français, qui en assure d'ailleurs le remboursement (cf. graphique 3).

En 2010, les grandeurs relatives redeviennent davantage conformes à ce qui avait été observé avant la crise, en 2006-2007. Le déficit des transactions courantes (33,7 milliards) et les sorties de capitaux au titre des investissements directs (38 milliards) sont financés par un endettement extérieur net des IFM (122,6 milliards en incluant les instruments financiers dérivés) et des administrations publiques (APU) (43,5 milliards), tandis que les autres secteurs augmentent de nouveau leurs avoirs et créances sur l'extérieur (cf. graphique 3).

Graphique 3 Entrées de capitaux par secteur

(en signe balance des paiements – en milliards d'euros)



NB : Un signe positif (négatif) indique des entrées (sorties) nettes de capitaux, qui équilibrent le solde négatif des transactions courantes et des investissements directs, aux erreurs et omissions près (cf. infra*).*

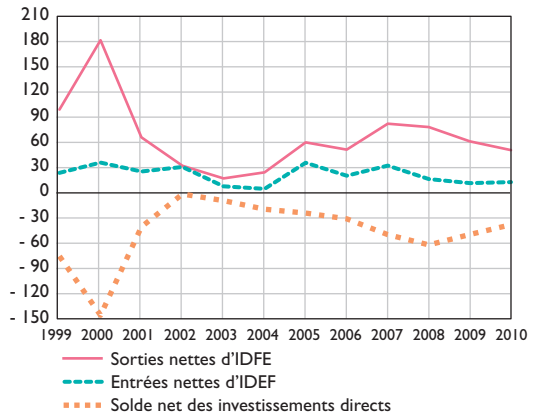
2|1 Les investissements directs

Les investissements directs nets à l'étranger (cf. glossaire) – qui sont essentiellement le fait des sociétés non financières – s'établissent à 38 milliards d'euros en 2010. Ils se contractent de 12 milliards par rapport à 2009, et de 24 milliards par rapport à 2008. Cette évolution tient pour l'essentiel au recul des investissements directs français à l'étranger (IDFE), alors que les investissements directs étrangers en France (IDEF) sont quasiment stables depuis trois ans. Les chiffres sont présentés selon la méthodologie dite « du principe directionnel étendu », utilisée pour l'enregistrement des prêts entre sociétés sœurs au sein d'un même groupe international [4].

Les IDFE s'établissent à 51 milliards en 2010, en recul pour la troisième année consécutive. Si le repli des années 2008 et 2009 peut s'expliquer par la crise financière, celui observé en 2010 intervient dans un contexte marqué par une reprise mondiale des flux d'investissements et des opérations de fusion-acquisition transfrontières. Les opérations en capital social (y compris investissements immobiliers) donnent lieu à 20 milliards de sorties nettes, en recul de 19 milliards par rapport à 2009. Les bénéfices réinvestis remontent à 24 milliards, en liaison avec la hausse des profits des filiales étrangères de groupes français. Dernière composante des investissements directs, les « autres opérations », ou prêts intragroupes, diminuent de moitié par rapport à 2009, pour s'établir à 7 milliards.

Graphique 4 Flux d'investissements directs français à l'étranger, étrangers en France et solde net

(en milliards d'euros)



La relative stabilité des IDEF, à 13 milliards, masque toutefois une recomposition importante. La croissance des profits se traduit, comme pour les IDFE, par une vive hausse des bénéfices réinvestis qui retrouvent ainsi leurs plus hauts niveaux antérieurs, à 13 milliards. À l'inverse, les opérations en capital social (y compris investissements immobiliers), qui étaient toujours restées supérieures à 15 milliards entre 2005 et 2009, s'établissent à 11 milliards en 2010. Enfin, les prêts intragroupes donnent lieu à des sorties nettes de 11 milliards, signe que les filiales résidentes de groupes étrangers font globalement remonter des liquidités vers leur maison mère ou vers d'autres sociétés étrangères du même groupe.

2|2 Les investissements de portefeuille

Les opérations d'investissements de portefeuille (cf. glossaire) se traduisent en 2010 par des entrées nettes de capitaux de 120 milliards d'euros, après 251 milliards en 2009. Les entrées de capitaux liées aux opérations sur titres publics se maintiennent à un niveau élevé (82 milliards, après 114 milliards en 2009) tandis que le solde des opérations sur titres émis par les IFM s'inverse, les sorties nettes enregistrées en 2009 (33 milliards) faisant place à des entrées nettes de 47 milliards en 2010. Cette évolution tient pour l'essentiel à la fin du dispositif d'intermédiation de la SFEF (cf. *supra*) et au retour des IFM à des émissions longues réalisées directement sur le marché.

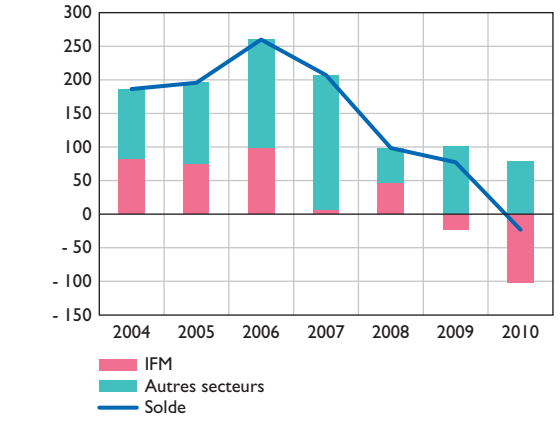
Les investissements des résidents en titres étrangers

Pour la première fois depuis plus de dix ans, les résidents procèdent à des cessions nettes de titres étrangers à hauteur de 23 milliards d'euros (cf. tableau 1 et graphique 5). Ces ventes se concentrent sur les titres de dette à court terme, les flux nets enregistrés sur les obligations étant quasiment nuls (cf. graphique 8). En revanche, les actions étrangères continuent à faire l'objet d'acquisitions par les résidents (21 milliards, cf. graphique 7).

4 *Le « principe directionnel étendu » consiste à classer les prêts entre sociétés sœurs d'un même groupe international (c'est-à-dire sans lien direct en capital social entre elles ou avec une participation de l'une au capital de l'autre inférieure à 10 %) en IDFE ou en IDEF en fonction du lieu de résidence de la tête de groupe. La nouvelle méthode, qui deviendra la norme pour la présentation des statistiques d'investissements directs à compter de 2014, a fait l'objet d'explications détaillées dans l'encadré 2.1, page 32, du* Rapport annuel 2009 de la balance des paiements et de la position extérieure de la France (http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf_bdp/bdf_bdp_ra_2009.pdf).

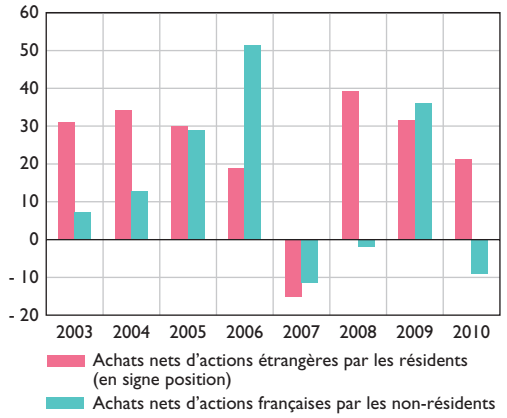
Graphique 5 Achats de titres étrangers par les résidents par secteur détenteur

(en milliards d'euros)



Graphique 7 Flux d'investissements de portefeuille en actions

(en milliards d'euros)



Comme en 2009, les IFM – secteur qui ne comprend pas la banque centrale – sont vendeurs nets de titres étrangers pour 102 milliards (cf. graphique 5). Les cessions portent pour moitié sur des titres publics de la zone euro, l'autre moitié étant constituée de titres du secteur privé hors zone euro. Au total, les cessions par les IFM de titres publics, toutes zones confondues, atteignent 52 milliards, après 15 milliards en 2009.

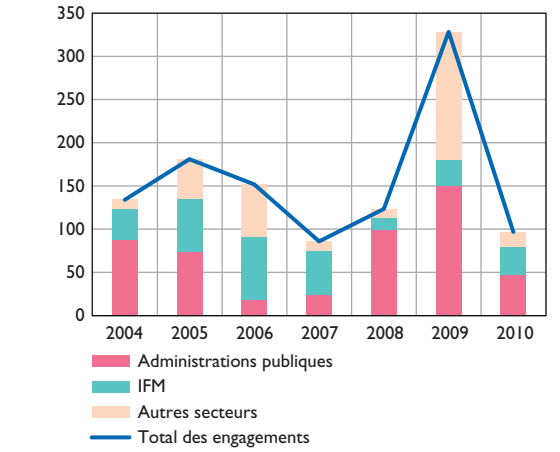
Les investissements des non-résidents en titres français

Les acquisitions nettes de titres français par les non-résidents s'élèvent à 97 milliards d'euros en 2010. Ces achats sont toutefois en fort repli par rapport à 2009 (329 milliards). En effet, des souscriptions importantes de titres français émis par la SFEF avaient été enregistrées dans les « autres secteurs », ces financements bénéficiant en réalité aux IFM.

S'agissant des titres de dette, près de la moitié des achats en 2010 (47 milliards) concerne des titres émis par les APU françaises. Rapportés aux émissions nettes, ces achats représentent 50 % du montant émis par les APU (94 milliards) et un tiers des titres émis par les IFM (cf. graphique 6). S'agissant des actions les cessions observées en 2010 portent sur des titres émis par les IFM.

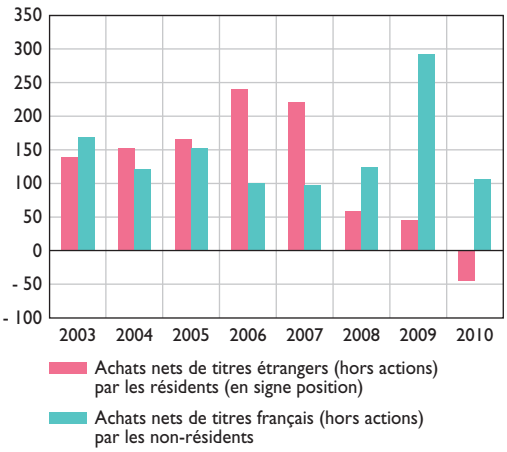
Graphique 6 Achats de titres français par les non-résidents par secteur émetteur

(en milliards d'euros)



Graphique 8 Flux d'investissements de portefeuille hors actions

(en milliards d'euros)



2|3 Les autres investissements

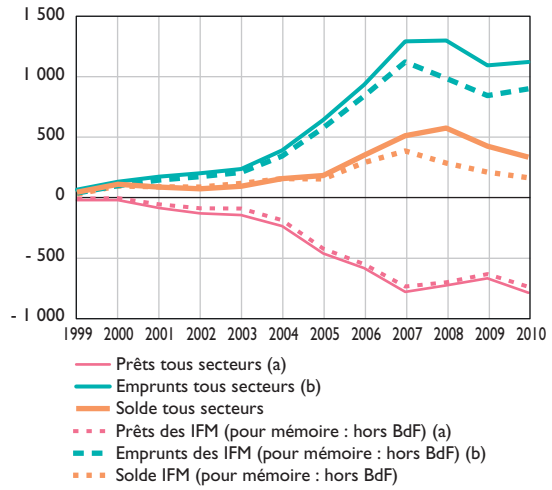
Le solde des autres investissements (essentiellement prêts et emprunts avec les non-résidents, cf. glossaire) demeure négatif en 2010 (92 milliards, après 147 milliards), ce qui traduit la poursuite du désendettement net des résidents français. L'année 2010 affiche une augmentation des avoirs des résidents de 119 milliards, la progression de leurs engagements étant beaucoup plus modérée (26 milliards).

Les prêts et emprunts internationaux des IFM dégagent un solde négatif, qui se réduit toutefois, passant de 76 milliards en 2009 à 47 milliards en 2010. Cette contraction est expliquée par l'accroissement marqué des avoirs (104 milliards), signe d'une reprise de l'activité internationale des banques françaises. En regard, leurs engagements augmentent de 57 milliards. Comme en 2009, l'activité interbancaire reste majoritaire tant du côté des emprunts que de celui des prêts du fait notamment des opérations réalisées avec des contreparties hors zone euro (Royaume-Uni en particulier).

Le solde des opérations de prêts et emprunts des autres secteurs est pratiquement équilibré. Pour leur part, les opérations initiées par les APU se traduisent par de faibles sorties de capitaux, à 3 milliards, montant voisin de celui enregistré l'année précédente. Ces sorties tiennent notamment à une augmentation de leurs avoirs à l'étranger, consécutive aux versements de 4,4 milliards à la Grèce dans le cadre du plan européen d'aide à ce pays.

Graphique 9 Prêts et emprunts des secteurs résidents (dont IFM)

(flux cumulés en milliards d'euros)



(a) Les flux négatifs correspondent à une augmentation des prêts. Les flux positifs correspondent à une diminution des prêts.
(b) Les flux négatifs correspondent à une diminution des emprunts. Les flux positifs correspondent à une augmentation des emprunts.

Les entrées de capitaux liées au compte financier contrebalancent les sorties liées aux transactions courantes et aux investissements directs. Les variations d'engagements recensés au compte financier sont rapprochées des sorties résultant du solde des paiements courants. L'écart est reporté au poste d'erreurs et omissions (15,4 milliards).

3| La position extérieure de la France

La position extérieure nette de la France mesure l'écart entre les avoirs des résidents français à l'étranger et les avoirs des non-résidents en France. Aux erreurs et omissions près, sa variation est égale au solde des transactions courantes et compte de capital, auquel s'ajoutent les variations dues aux effets de valorisation (change, variation boursière, autres ajustements).

La position extérieure nette débitrice de la France, en valeur de marché, s'accroît donc en 2010, les engagements nets des résidents vis-à-vis des non-résidents passant de 162 milliards fin 2009 à 192 milliards, soit 10 % du PIB, fin 2010. Cette augmentation du solde débiteur résulte pour l'essentiel de l'évolution de la position nette en investissements de portefeuille, qui n'est que partiellement compensée par l'amélioration de la position nette sur prêts et dépôts des IFM et de la Banque de France.

La position extérieure nette créditrice en investissements directs à la fin de l'année 2010, exprimée en valeur de marché, décroît de 16 milliards par rapport à fin 2009, pour s'établir à 385 milliards. Elle s'était améliorée de 140 milliards entre fin 2008 et fin 2009. Le repli observé en 2010 est imputable à des effets de valorisation fortement négatifs (90 milliards) qui affectent davantage les avoirs que les engagements vis-à-vis de l'extérieur, et qui sont par nature fluctuants. Les flux d'investissements directs (38 milliards) et les effets de change (37 milliards) contribuent à l'inverse à faire croître la position nette.

Graphique 10 Position extérieure nette

(en milliards d'euros)

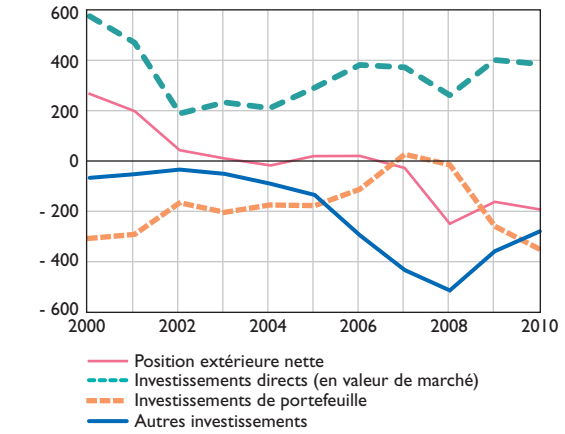


Tableau 2 Position extérieure

(en milliards d'euros)

	2008	2009	2010
Investissements directs (en valeur de marché)	**261,0**	**401,2**	**385,2**
Français à l'étranger	*911,0*	*1 153,4*	*1 139,8*
Étrangers en France	*- 650,0*	*- 752,2*	*- 754,7*
Investissements de portefeuille	**- 15,1**	**- 259,0**	**- 350,4**
Titres étrangers	*1 857,4*	*2 056,3*	*2 099,7*
Titres français	*- 1 872,5*	*- 2 315,3*	*- 2 450,1*
Produits financiers dérivés	**- 55,3**	**- 38,4**	**- 72,7**
Autres investissements	**- 513,5**	**- 358,0**	**- 279,1**
dont IFM hors Banque de France	*- 286,6*	*- 206,9*	*- 175,4*
Avoirs de réserve	**74,0**	**92,4**	**124,5**
Position extérieure nette	**- 249,0**	**- 161,7**	**- 192,5**
en % du PIB	***- 12,9***	***- 8,6***	***- 10,0***

La position nette sur les investissements de portefeuille, débitrice depuis 2007, continue d'augmenter, atteignant – 350 milliards à la fin de l'année 2010, après – 259 milliards fin 2009. Cette dégradation de 91 milliards est la conséquence des entrées nettes de 120 milliards en 2010, atténuées par des effets de valorisation. La position nette sur les titres émis par les APU est débitrice à hauteur de 406 milliards. Elle reste créditrice vis-à-vis de la zone euro (encours de titres publics de la zone euro détenus par les résidents diminué de l'encours de titres publics français détenus par les résidents de la zone euro hors de France), tout en diminuant sensiblement, à 79 milliards à fin 2010, après 142 milliards fin 2009. Elle devient un peu plus débitrice vis-à-vis de l'extérieur de la zone euro (– 485 milliards à fin 2010, après – 450 milliards).

La position nette du poste « autres investissements » affiche un solde débiteur de 279 milliards, soit une diminution de 79 milliards, confirmant la tendance antérieure. En particulier, la Banque de France et les IFM réduisent leurs engagements nets. L'amélioration de la position créditrice en avoirs de réserve de 32 milliards à 124 milliards à fin 2010, s'explique notamment par des effets de valorisation.

Glossaire

Transactions courantes

Le compte de transactions courantes comprend les échanges de biens et de services, les revenus (rémunérations des salariés et revenus sur avoirs et engagements financiers extérieurs) et les transferts courants (qui correspondent aux transferts publics ou privés sans contrepartie apparente ou mesurable).

Investissements directs

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. Toutefois, 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.

Investissements de portefeuille

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 de celles comprises au sein des investissements directs, des avoirs de réserve et des produits financiers dérivés. En revanche, ils ne comprennent pas les opérations temporaires qui n'entraînent pas de modifications dans la propriété économique des titres recensés telles que les prises et mises en pension livrée, autres pensions, prêts et emprunts de titres, enregistrées au sein des « autres investissements ». Les flux sont partagés en avoirs (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des non-résidents) et en engagements (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des résidents).

Autres investissements

Le poste « autres investissements » est un poste résiduel 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. Il se répartit entre créances et engagements des résidents vis-à-vis de l'étranger, par nature d'opérations (crédits commerciaux, prêts et emprunts, autres avoirs et engagements), enfin par secteur résident à l'origine des créances et des engagements.

Institutions financières monétaires (IFM)

Le secteur des IFM (hors Banque centrale) comprend les établissements de crédit tels que définis par la législation communautaire et toutes les autres institutions financières 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 consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières (les OPCVM monétaires qui remplissent ces conditions sont inclus dans le secteur des IFM).

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

Sylvain GOUTERON et Yann WICKY
Direction des Statistiques monétaires et financières
Service des Analyses et Statistiques monétaires

La distribution de crédits à l'habitat, dont la reprise s'est engagée au début de l'année 2009, s'est fortement développée tout au long de l'année 2010 et a continué à augmenter de façon marquée au premier semestre 2011.

La plupart des régions françaises sont concernées par la reprise de la production de crédits immobiliers, mais l'Île-de-France se distingue par des évolutions plus précoces ou différentes de celles des autres régions. Par ailleurs, les financements destinés à l'acquisition de logements anciens, qui avaient considérablement progressé en 2010, ont été partiellement relayés depuis lors par ceux destinés à l'acquisition de logements neufs ainsi que par les prêts travaux. L'offre immobilière de logements neufs peine cependant à satisfaire la demande, ce qui exerce une pression générale à la hausse des prix immobiliers.

Malgré le redressement de l'activité sur le marché de l'ancien observé depuis maintenant plus de deux ans, la part des prêts relais dans le total des crédits à l'habitat n'a pas progressé. La durée moyenne des crédits consentis est également restée globalement stable d'une année sur l'autre, avec une proportion toujours significative des crédits octroyés à plus de 20 ans ; la production des prêts de très longue durée, dont la part avait sensiblement diminué durant les cinq dernières années, connaît cependant une légère augmentation.

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

Code JEL : G1

1| Stabilité des critères d'octroi face à une demande en forte progression

1|1 Les critères d'octroi des prêts à l'habitat sont pratiquement inchangés depuis le début 2009…

Selon l'enquête trimestrielle de la Banque de France sur la distribution du crédit (cf. annexe), les banques n'ont guère modifié leurs critères d'octroi des prêts à l'habitat depuis le début de l'année 2009. Après les avoir quelque peu assouplis au troisième trimestre 2010 sous l'effet de l'accentuation de la concurrence entre établissements prêteurs, elles les ont pour la plupart maintenus inchangés au premier semestre 2011 (cf. graphique 1).

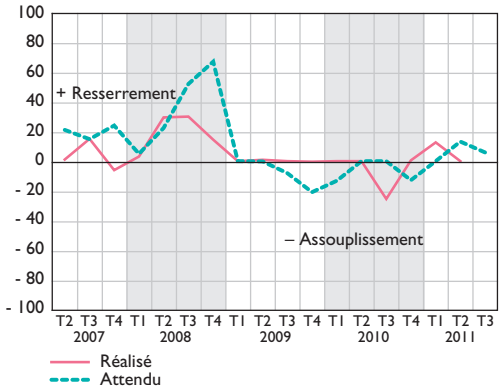
Selon les banques, la stabilité a également été de mise pour les quotités de financement, les demandes de garanties et les durées maximales d'emprunt. En revanche, les marges appliquées aux prêts, qui avaient commencé à se réduire à compter de la seconde moitié de l'année 2009, ont poursuivi leur érosion en 2010, avant toutefois d'être légèrement rehaussées au premier trimestre 2011.

1|2 …tandis que la demande des ménages a continué de progresser jusqu'à la fin 2010…

En regard, la demande de crédits à l'habitat a été perçue par les banques en très nette reprise tout au long de l'année 2010, les soldes d'opinion ressortant de l'enquête de la Banque de France sur ce volet se révélant à la fois supérieurs aux prévisions et à ceux, déjà élevés, observés durant l'année 2009 (cf. graphique 2). Si la poursuite de la baisse des taux des prêts, qui ont atteint un plancher historique en décembre 2010 (cf. *infra*), a joué un rôle majeur dans ces évolutions, l'anticipation par les ménages de l'entrée en vigueur au 1er janvier 2011 de nouvelles dispositions moins généreuses qu'auparavant en matière d'incitations fiscales à l'accession à la propriété et à l'investissement locatif y a également contribué. Parmi les mesures en question, on peut citer la suppression du crédit d'impôt sur le revenu au titre des intérêts d'emprunt liés à l'acquisition d'une résidence principale, ainsi que le durcissement des conditions d'octroi des réductions d'impôt accordées dans le cadre du dispositif « Scellier », mis en place au début de l'année 2009 pour encourager l'investissement locatif (cf. encadré).

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

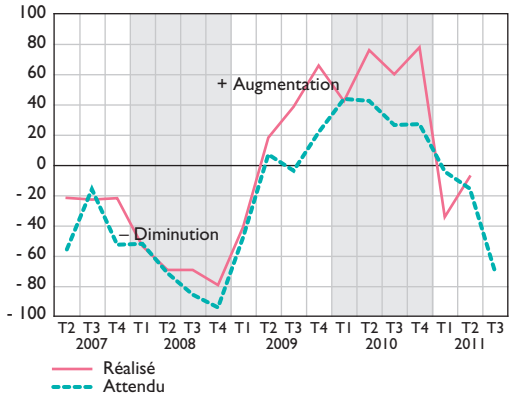
(solde d'opinions, en %)



Source : Banque de France

Graphique 2 Demande de crédits à l'habitat

(solde d'opinions, en %)



Source : Banque de France

ENCADRÉ

Les nouvelles dispositions fiscales de 2011

La loi de finances pour 2011 comporte plusieurs mesures fiscales concernant les emprunts immobiliers. Il s'agit, pour l'essentiel, de la fin du crédit d'impôt sur les intérêts d'un emprunt contracté pour l'achat d'une résidence principale, du remplacement des nouveaux prêts à taux zéro (NPTZ) par les prêts à taux zéro renforcés (PTZ+) désormais accordés sans conditions de ressources, et de la réduction du dispositif d'incitation à l'investissement locatif (dispositif dit « Scellier »).

1 – Fin du crédit d'impôt pour les intérêts d'emprunt

La loi du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (dite loi « TEPA ») avait institué un crédit d'impôt sur le revenu, au bénéfice de tout ménage ayant contracté un emprunt au titre de l'acquisition de sa résidence principale à compter du 6 mai 2007. Le taux du crédit d'impôt était, pour la première annuité, de 40 % du montant des intérêts payés et, pour les quatre annuités suivantes, de 20 %. Le montant des intérêts ouvrant droit au crédit d'impôt était plafonné à 3 750 euros par an pour une personne seule, 7 500 euros par an pour un couple soumis à imposition commune ou pour une personne handicapée vivant seule, et 15 000 euros par an pour un couple dont l'un des membres est handicapé. Depuis 2009, le crédit d'impôt était subordonné au respect de la réglementation thermique en vigueur et majoré pour les logements neufs bénéficiant du label « Bâtiment basse consommation » (BBC).

La loi de finances pour 2011 a supprimé cette mesure à compter du 1er janvier 2011, afin de fusionner les différents dispositifs d'aide d'accession à la propriété en un seul dispositif, le prêt à taux zéro, désormais octroyé sans conditions de ressources (cf. infra*). Toutefois, si l'offre de prêt a été émise avant le 1er janvier 2011, sous réserve que l'acquisition du logement ou la déclaration d'ouverture du chantier intervienne avant le 30 septembre 2011, l'emprunteur continuera à bénéficier du crédit d'impôt sur les intérêts d'emprunt.*

2 – Création du Prêt à taux zéro renforcé

Le 1er janvier 2011, le Prêt à taux zéro renforcé (PTZ+) a remplacé le Nouveau prêt à taux zéro (NPTZ), qui existait depuis 2005 et avait lui-même succédé au Prêt à taux zéro (PTZ) institué dix ans plus tôt. Ce dispositif, qui vise à favoriser l'accession à la propriété, permet aux primo-accédants de bénéficier d'un prêt sans intérêts, couvrant jusqu'à 20 % du montant de l'opération hors frais de notaire.

Alors que le PTZ était initialement accordé sous conditions de ressources et réservé aux logements neufs, le NPTZ a été étendu aux logements anciens, tout en restant subordonné à des conditions de ressources. La principale innovation du PTZ+ est la suppression de cette dernière disposition, la loi s'adressant désormais à l'ensemble des ménages primo-accédants, c'est-à-dire à ceux qui acquièrent et font construire un logement destiné à être occupé à titre de résidence principale et qui n'ont pas été propriétaires de leur résidence principale au cours des deux dernières années précédant l'offre de prêt. Toutefois, la durée maximale de remboursement du prêt dépend du niveau des revenus fiscaux du ménage et de sa composition : pour les ménages les plus aisés, le prêt devra être remboursé en cinq ans tandis que pour les plus modestes, la durée du prêt pourra aller jusqu'à 30 ans (contre 8 ans auparavant).

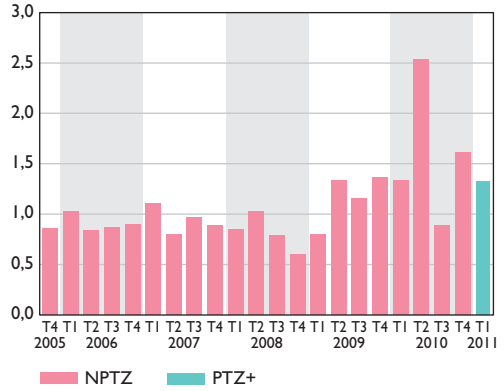
Par ailleurs, le PTZ+ a introduit dans le dispositif des considérations environnementales, puisque la quotité financée dépend des performances énergétiques du logement que l'on acquiert : celle-ci est augmentée pour les logements neufs bénéficiant du label « basse consommation BBC 2005 » et, pour les logements anciens, varie selon le diagnostic de performance énergétique réalisé au moment de l'achat. Enfin, le montant maximal du prêt accordé est fixé d'après un barème dont les paramètres sont le nombre de personnes destinées à occuper le logement et la zone géographique du logement.

.../...

Comme ses prédécesseurs, le PTZ+ est distribué par les banques commerciales qui, pour compenser l'absence de perception des intérêts, bénéficient auprès de l'État d'un crédit d'impôt. Dans ce contexte, on aurait pu penser que le passage du NPTZ au PTZ+ se serait traduit par une baisse du montant des crédits distribués au premier trimestre 2011, du fait de la nécessaire période d'adaptation des réseaux commerciaux au niveau dispositif. Avec 60 000 PTZ+ distribués au premier trimestre de l'année 2011, contre 80 000 NPTZ au dernier trimestre de l'année 2010, un repli a certes été observé, mais celui-ci est partiellement compensé par la revalorisation des montants accordés, qui a porté le montant moyen d'un prêt à taux zéro de 19 800 à 22 000 euros. En revanche, la distribution d'éco-prêts — dispositif similaire à celui des prêts à taux zéro, mais destiné au financement des travaux de réhabilitation énergétique des logements anciens — a nettement baissé, le nombre d'éco-prêts étant tombé de 20 000 à 10 000 d'un trimestre à l'autre.

Flux de prêts à taux zéro

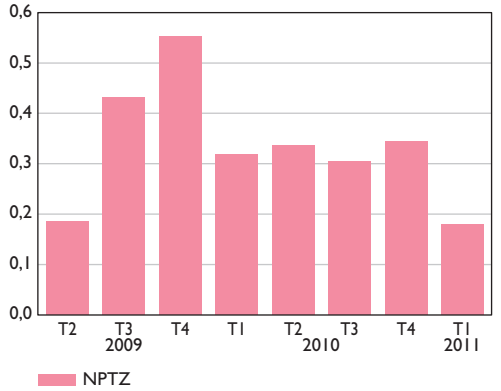
(en milliards d'euros)



Source : Société de gestion du Fonds de garantie de l'accession sociale à la propriété (SGFGAS)

Flux d'éco-prêts

(en milliards d'euros)



Source : SGFGAS

3 – Modification du dispositif d'incitation à l'investissement locatif

Le dispositif « Scellier », mis en place depuis le 1er janvier 2009 et se substituant aux dispositifs « Robien » et « Borloo populaire » en 2010, avait été conçu afin de répondre à la demande de logements locatifs, notamment dans les zones où le marché s'avère tendu. À l'origine, il consistait à accorder à l'acheteur d'un logement destiné à la location une réduction d'impôt sur le revenu pouvant aller jusqu'à 25 % de la valeur du bien acquis — 25 % pour un investissement réalisé en 2009 et 2010, taux ramené à 20 % en 2011 et 2012 —, répartie sur neuf années et dans la limite de 300 000 euros. Pour pouvoir en bénéficier, le logement devait être neuf et le loyer ne devait pas dépasser un plafond défini par zone géographique. La mesure était accompagnée d'un dispositif dit « intermédiaire » permettant de bénéficier, en sus de la réduction d'impôt accordée sur les neufs premières années, d'un abattement de 30 % sur les revenus locatifs pendant 15 ans ainsi que d'un supplément de réduction d'impôt égal chaque année à 2 % du prix d'acquisition du logement pendant 6 ans.

La loi de finances pour 2010 a modifié les taux de réduction d'impôt applicables aux logements en fonction de l'obtention du label BBC : pour les investissements en logements non BBC, le taux est ramené de 25 % en 2010 à 15 % en 2011 puis 10 % en 2012, tandis que pour les opérations concernant des logements BBC, il est fixé à 25 % en 2011 puis 20 % en 2012.

La principale modification apportée à ce dispositif par la loi de finances pour 2011 a été l'application d'un abattement de 10 % adopté dans le cadre des mesures de réduction des niches fiscales. Les taux de réduction d'impôt ont donc été portés de 15 % à 13 % pour les logements non BBC et de 25 % à 22 % pour les logements BBC. Par ailleurs, les plafonds de loyer ont été redéfinis par zone géographique, afin de mieux tenir compte des disparités géographiques. Ils ont enfin été revus à la baisse, dans des proportions allant de 26 % à 14 % selon les zones.

La réalisation accélérée, en toute fin d'année 2010, de certains projets d'acquisition initialement conçus pour se concrétiser en 2011 a entraîné par contrecoup une légère baisse de la demande au tournant de cette année. Pour autant, le repli de la demande signalé par les banques au premier trimestre 2011 a été d'une amplitude beaucoup plus faible que les hausses des trimestres précédents et suivi par une quasi-stabilisation au deuxième trimestre. Ces évolutions, confirmées par une production de crédits nouveaux toujours très dynamique en début d'année 2011 (cf. *infra*), suggèrent que la remontée des taux d'intérêt débiteurs observée depuis la fin 2010 n'a pas encore vraiment pesé sur la demande de prêts des ménages. Les banques s'attendent néanmoins à un repli de celle-ci au troisième trimestre.

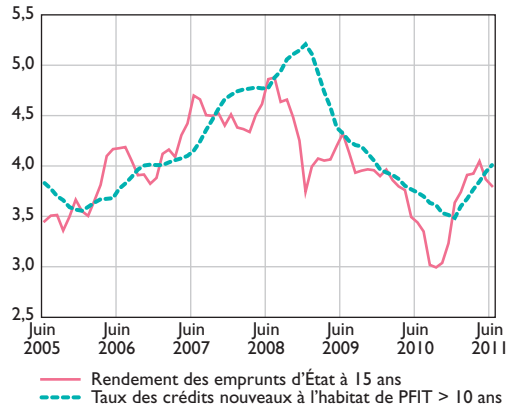
1|3 ... dans un contexte de taux d'intérêt historiquement bas

Les statistiques de taux d'intérêt élaborées chaque mois par la Banque de France recensent, notamment, les crédits nouveaux à l'habitat selon leur période de fixation initiale du taux d'intérêt (PFIT). La PFIT correspond à la durée initiale du crédit si le taux d'intérêt est fixe sur toute cette durée. Si le crédit a été consenti à taux variable, elle est égale au délai au terme duquel intervient la première révision du taux. Les crédits à l'habitat étant le plus souvent consentis à long terme, ceux de PFIT inférieure ou égale à un an correspondent essentiellement à des crédits à taux variable, à moins qu'il ne s'agisse de prêts relais.

Les taux d'intérêt appliqués aux crédits nouveaux à l'habitat ont touché des plus bas historiques à la toute fin de l'année 2010, au terme d'une phase de forte détente entamée deux ans plus tôt. Le taux moyen des crédits de PFIT supérieure à 10 ans, qui représentent plus des deux tiers des crédits à l'habitat consentis aux ménages, avoisinait ainsi 3,5 % en décembre 2010, soit quelque 170 points de base en dessous de son niveau de décembre 2008. Son repli, parallèle à celui du taux des emprunts d'État à long terme, a néanmoins pris fin avec la remontée de ces derniers amorcée fin 2010. Dès janvier 2011, les taux des crédits à l'habitat de PFIT supérieure à 10 ans ont marqué un retournement à la hausse, augmentant de l'ordre de 10 points de base par mois pour s'élever jusqu'aux alentours de 4 % en juin 2011, soit un niveau comparable à ceux de la fin 2006 (cf. graphique 3).

Graphique 3 Taux des crédits immobiliers à long terme et rendement des emprunts d'État

(en %)



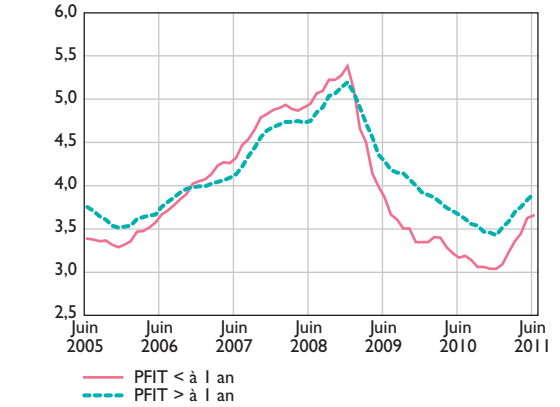
Source : Banque de France

Si les taux des crédits immobiliers sont restés très proches de ceux des emprunts d'État, c'est essentiellement à cause de la vivacité, voire de l'intensification de la concurrence bancaire, qui a largement contribué à faire baisser les conditions débitrices des premiers et à peser sur les marges dégagées par les établissements prêteurs. À cet égard, il convient de noter que les très faibles marges pratiquées par les établissements bancaires sur les crédits immobiliers ne leur permettent pas nécessairement de couvrir, pour chacun des crédits qu'ils accordent, le coût des ressources mobilisées, ni de se prémunir contre le risque d'une remontée rapide des taux de marché. Même si ces politiques de tarification peuvent permettre aux banques de fidéliser leur clientèle ou d'en acquérir une nouvelle, elles n'appellent pas moins l'attention dès lors qu'elles conduiraient à une insuffisante couverture du coût du risque, voire du coût global de *funding* des établissements.

Les taux des crédits de PFIT inférieure ou égale à 10 ans ont connu peu ou prou la même évolution que ceux des crédits de PFIT supérieure, avec une baisse jusqu'en décembre 2010 puis un net redressement à partir de janvier 2011 (cf. graphique 4). S'agissant des crédits les plus courts et des crédits à taux variable (ces derniers ne représentant qu'une part très faible de la production nouvelle, inférieure à 10 %), la remontée de leurs taux s'est essentiellement opérée en lien avec celle du loyer de l'argent à court terme et des taux directeurs de la BCE, qui ont été relevés de 50 points de base au premier semestre 2011. Ainsi, le taux des

Graphique 4 Taux effectifs des crédits nouveaux à l'habitat à taux fixe et à taux variable

(en %)



Source : Banque de France

crédits de PFIT inférieure à un an, après avoir touché un plus bas historique à 3,02 % en décembre 2010, est remonté à 3,64 % en juin 2011.

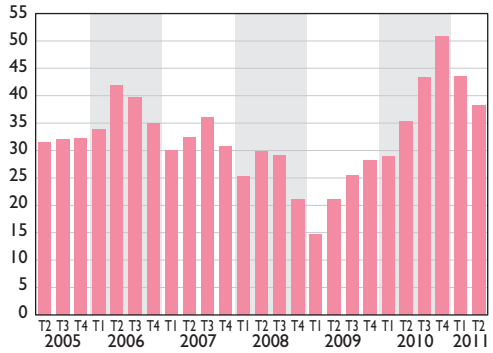
2| Un dynamisme persistant de la distribution de crédits à l'habitat

2|1 La production de prêts reste soutenue au premier semestre 2011

Après s'être redressée à compter du deuxième trimestre 2009, la production de crédits à l'habitat a continué à augmenter régulièrement tout au long de 2010, pour finalement représenter un flux de plus de 50 milliards d'euros au dernier trimestre de l'année (cf. graphique 5). Ce niveau exceptionnel, supérieur à ceux atteints avant la crise de 2009, est à mettre en rapport avec celui du nombre d'opérations financées. Environ 800 000 transactions portant sur des logements anciens ont été enregistrées au cours de l'année 2010, soit une progression de presque 25 % par rapport à l'année précédente et un niveau proche du plus haut observé en 2005, année au cours de laquelle 830 000 transactions avaient été enregistrées [1].

Graphique 5 Crédits nouveaux à l'habitat

(flux trimestriel en milliards d'euros)



Source : Banque de France

La commercialisation de logements neufs, certes un peu moins dynamique, a néanmoins connu une reprise, le nombre de ventes atteignant environ 115 000 sur l'ensemble de l'année 2010, soit presque 10 % de plus qu'en 2009 [2].

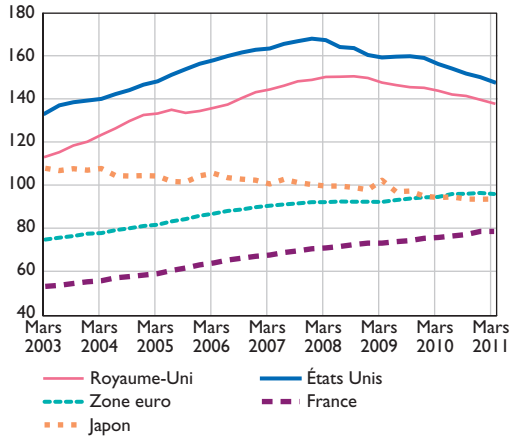
Le dynamisme de la production peut s'expliquer par le niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt (cf. *supra*), qui a permis aux ménages d'accroître leur capacité d'emprunt. Les anticipations de remontée des taux d'intérêt ont pu par ailleurs les inciter à accélérer la réalisation de leurs projets immobiliers, ce qui a vraisemblablement stimulé la production de crédits dans la seconde moitié de l'année 2010. Enfin, bon nombre de particuliers ont cherché à bénéficier du faible niveau des taux d'intérêt pour renégocier les conditions d'une dette immobilière contractée plusieurs années auparavant, procédant à des rachats [3] qui ont pu représenter jusqu'à 30 % de la production de crédits immobiliers nouveaux dans les tout derniers mois de 2010 [4].

Dans ce contexte, on pouvait s'attendre à une baisse de la production dans les premiers mois de l'année 2011, d'autant que l'entrée en vigueur de nouvelles dispositions fiscales à compter du 1er janvier rendait moins intéressantes de ce strict point de vue les opérations réalisées après cette date. Si un ralentissement de la distribution de crédits a certes été observé dans les premiers mois de l'année, celui-ci a été, somme toute, limité, surtout si l'on tient compte

1 *Source : Commissariat général au Développement durable, d'après la direction générale des Finances publiques et les bases notariales*
2 *Source :* Chiffres et Statistiques *du Commissariat général au Développement durable – n° 220, mai 2011*
3 *Les rachats de crédit, qui consistent à contracter un nouveau crédit dont le taux, plus avantageux que celui de l'ancien, viendra se substituer à celui-ci, sont comptabilisés dans les statistiques présentées ci-dessus dans la mesure où ils donnent lieu à la rédaction d'un nouveau contrat.*
4 *Ce chiffre, cité par l'Observatoire du Crédit Logement dans sa conférence de presse du 20 juillet 2010, correspond peu ou prou à ce que les établissements ont déclaré à la Banque de France dans l'enquête trimestrielle sur le coût du crédit (cf. annexe).*

Graphique 6 Taux d'endettement des ménages

(en % du revenu disponible brut – RDB)



Sources : INSEE – Banque de France

de la raréfaction des opérations de rachat de crédits avec la remontée des taux et des délais de mise en place du prêt à taux zéro renforcé (PTZ+).

Le taux d'endettement des ménages français, exprimé en pourcentage de leur revenu disponible brut, s'est donc maintenu au premier trimestre à son pic historique atteint le trimestre précédent (78,9 %), alors qu'il diminuait légèrement dans la zone euro considérée dans son ensemble et poursuivait son repli au Royaume-Uni et aux États-Unis. Il demeure néanmoins, en France, sensiblement inférieur à ceux observés pour ces deux pays et la zone euro (cf. graphique 6). En revanche, la charge du service de la dette des ménages français s'est sensiblement alourdie au regard de leur revenu disponible brut du fait de l'accroissement de la charge des remboursements en capital. Leur capacité d'emprunt se trouve de ce fait plus contrainte qu'en 2009 et 2010, ce qui, entre autres facteurs, devrait contribuer à tempérer la distribution de crédits à l'habitat dans la seconde partie de l'année 2011.

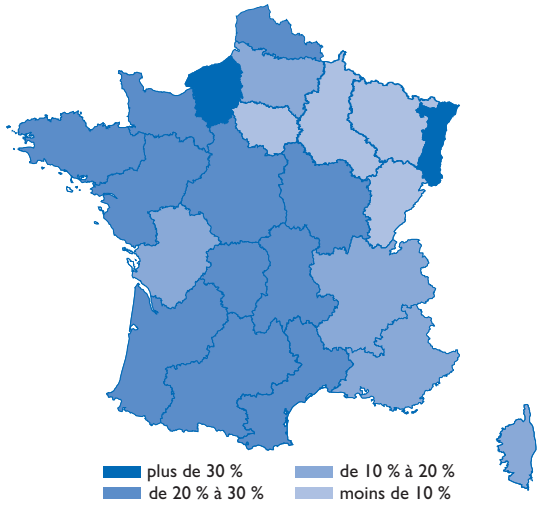
2|2 Des évolutions plus marquées en Île-de-France que dans les autres régions

Le pic de production de crédits nouveaux à l'habitat, enregistré pour l'ensemble de la France dans la seconde moitié de l'année 2010, a également été observé dans chacune des régions métropolitaines considérée individuellement. L'Île-de-France a toutefois précédé le reste de la France d'environ un trimestre, avec un maximum de production dès le troisième trimestre 2010, alors que celui-ci n'a été atteint qu'au quatrième trimestre dans les autres régions.

Par ailleurs, ce mouvement haussier a été d'une amplitude plus marquée en Île-de-France qu'ailleurs, avec une production cumulée sur un an qui a progressé de près de 70 % entre l'année 2009 et l'année 2010, alors qu'elle n'a augmenté que d'environ 40 % pour le reste de la France. Il s'agit pour partie d'un effet de rattrapage, puisque la baisse de la production observée à la fin de l'année 2008 avait été plus prononcée en Île-de-France qu'ailleurs. Il n'en demeure pas moins que la part des crédits franciliens dans la distribution de crédits à l'habitat au niveau national a, de manière inédite au vu des séries disponibles, dépassé les 25 % au troisième trimestre 2010, attestant de sa vigueur exceptionnelle, ainsi que d'une forte concentration géographique des opérations financées.

Au premier trimestre de l'année 2011, cependant, toutes les régions ont enregistré un ralentissement de la distribution de crédits à l'habitat. De nouveau, une évolution singulière a été observée pour l'Île-de-France : la production y est revenue à des niveaux comparables à ceux du premier trimestre 2010 (cf. graphique 7), alors qu'elle s'est maintenue à des niveaux supérieurs dans les autres régions. Cette singularité peut s'expliquer par l'évolution des prix des logements,

Graphique 7 Taux de croissance annuel des crédits nouveaux à l'habitat au premier trimestre 2011



Source : Banque de France

qui ont augmenté ces deux dernières années beaucoup plus rapidement en Île-de-France que dans les autres régions et qui pourraient désormais avoir atteint un sommet, au moins aux yeux des acheteurs potentiels. Non seulement le repli des transactions immobilières en Île-de-France a été marqué au premier trimestre 2011 [5], mais encore la hausse de l'apport personnel — qui peut provenir notamment de la revente d'une résidence secondaire — y a été plus sensible que dans le reste du territoire, élément pouvant contribuer parmi d'autres à expliquer un moindre recours au crédit. Ainsi les niveaux atteints par les prix immobiliers en Île-de-France paraissent freiner les acquisitions financées par des emprunts bancaires.

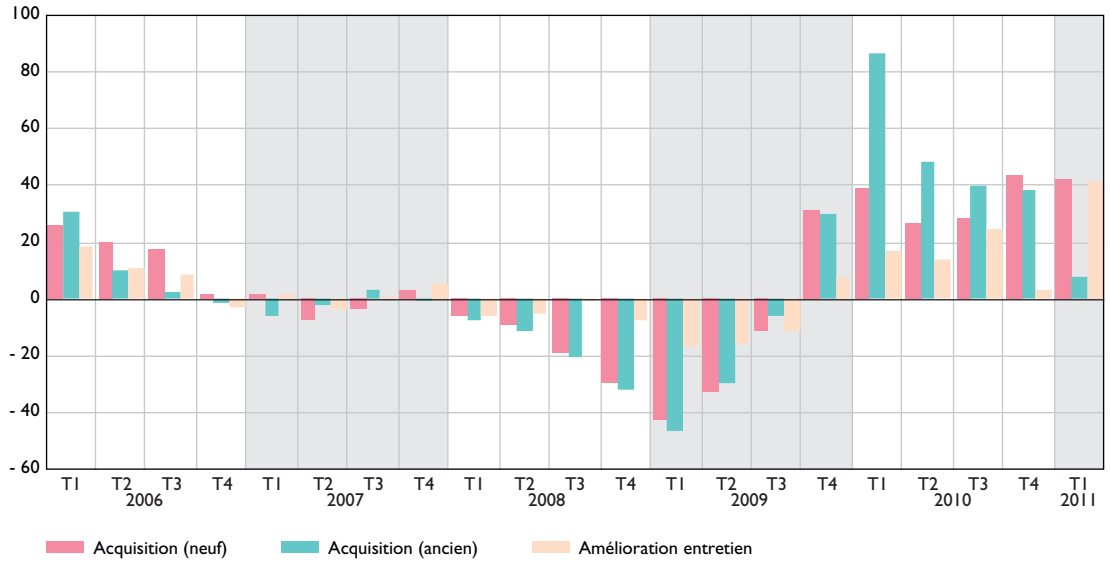
2|3 Les crédits finançant l'acquisition d'un logement ancien ont ralenti

Selon les résultats de l'enquête « Centralisation des crédits nouveaux à l'habitat » menée chaque trimestre par la Banque de France, la hausse de la production de prêts à l'habitat entre le premier trimestre 2010 et le premier trimestre 2011 a été nettement plus forte pour le financement de l'acquisition de logements neufs que pour celui de l'achat de logements anciens. Alors que l'augmentation a été de l'ordre de 40 % en glissement annuel pour les logements neufs, elle n'a été que de 5 % environ pour les logements anciens, contrastant avec la situation qui prévalait un an auparavant (cf. graphique 8).

Le dynamisme apparent sur la période récente des crédits finançant l'acquisition d'un logement neuf par rapport à ceux finançant des achats dans l'ancien résulte toutefois pour une bonne part du jeu d'un effet de base important : après son fort recul de 2009, la production de ces crédits ne s'est redressée que lentement en 2010, les contraintes de production contribuant à une certaine inertie de l'offre de logements neufs face à la reprise de la demande [6]. Si l'on exclut cet effet de rattrapage et lorsqu'on apprécie l'évolution des flux de crédits d'un trimestre à l'autre, la baisse de ces derniers observée à fin mars 2011 a touché de manière sensiblement équivalente les deux types de financement. De fait, l'offre de logements paraît faible par rapport à la demande potentielle, ce qui entretient au demeurant la pression à la hausse des prix de l'immobilier ancien.

Graphique 8 Affectation des crédits nouveaux à l'habitat

(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

5 *Cf. Chambre des Notaires de Paris.*

6 *Alors que la FBCF des ménages s'est repliée en volume (i.e. aux prix de l'année précédente chaînés) de 1,4 % en 2010, son acquis de croissance pour 2011 était de 2,4 % à fin juin 2011 selon l'INSEE.*

Enfin, les financements destinés à l'amélioration et à l'entretien de l'habitat ont régulièrement progressé au cours de l'année 2010, au point d'atteindre un plus haut historique au premier trimestre 2011. Si, contrairement aux autres types de financement, ces concours n'ont pas été affectés par la modération de la production de prêts observée au début de 2011, c'est qu'ils sont par nature moins soumis à la conjoncture immobilière, mais également qu'ils ont probablement été favorisés par les diverses incitations fiscales adoptées dans le cadre des mesures d'aide au développement durable.

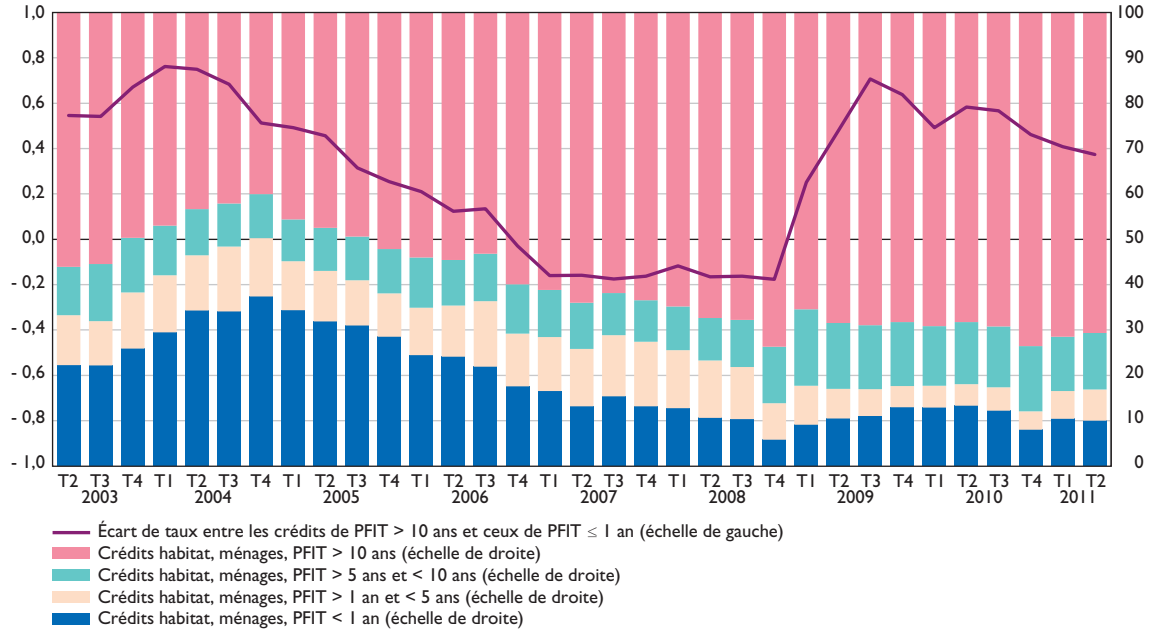
2|4 La part des crédits à taux variable est restée faible

La part des crédits à taux variable a fluctué autour de 10 % au cours de l'année 2010, avec un point bas à 8 % [7] au dernier trimestre (cf. graphique 9). Ce niveau toujours faible malgré la relative attractivité des conditions débitrices des prêts à taux variable s'explique notamment par la baisse des taux à long terme qui s'est prolongée jusqu'à la fin de l'année 2010 et qui a entraîné une nette réduction de l'écart de taux entre crédits à long terme et crédits à taux indexés sur un taux de marché à court terme. En outre, eu égard au niveau toujours bas du loyer de l'argent à court terme, les anticipations de remontée des taux courts à plus ou moins brève échéance se sont accentuées ces derniers mois. Il était dès lors logique d'assister à un regain de prudence des emprunteurs, qui ont pu juger moins intéressant et davantage risqué de recourir à des emprunts à taux variable, et ce en dépit de la systématisation des contrats de prêt prévoyant un taux plafond (« *cap* ») prémunissant contre une remontée trop importante des taux d'intérêt.

Par ailleurs, le développement des opérations de renégociation et de rachat de crédits au dernier trimestre de l'année 2010 a également contribué à réduire la part des crédits à taux variable, dans la mesure où ces opérations de restructuration sont presque toujours négociées dans le cadre d'emprunts à taux fixe. De telles opérations, qui se concluent généralement par la mise en place d'un nouveau prêt d'une durée voisine de 10 ans, ont alimenté la catégorie des crédits de PFIT comprise

Graphique 9 Répartition des flux de crédits à l'habitat

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



Source : Banque de France

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

entre cinq et dix ans. La part de celle-ci s'est ainsi maintenue à un niveau relativement élevé tout au long de l'année 2010 et dans la première partie de l'année 2011, en dépit de la poursuite de la baisse du flux des prêts épargne-logement, qui ne représentaient plus que 1 % dans le total des crédits nouveaux à l'habitat au premier trimestre de 2011. Le taux de tels emprunts restant moins intéressant que ceux offerts par les banques commerciales, le principal intérêt du PEL demeure, dans le cas d'un crédit immobilier, d'être souvent assimilé à un apport personnel par les banques commerciales et de pouvoir ainsi faciliter l'octroi d'un prêt complémentaire.

Enfin, la part des crédits de PFIT comprise entre un et cinq ans, qui regroupent essentiellement des prêts relais et des prêts travaux, est restée faible en 2010 et 2011, s'amenuisant même jusqu'à tomber temporairement sous le seuil des 5 % en fin d'année dernière. Cette catégorie a pâti de l'atonie de la demande de prêts relais, dont la production n'a pas repris en dépit de la hausse des prix immobiliers (cf. *supra*). Au total, il en est résulté une nouvelle hausse de la part des prêts de PFIT supérieure à 10 ans, c'est-à-dire des prêts de longue durée à taux fixe, celle-ci représentant plus de 70 % des crédits nouveaux au deuxième trimestre 2011.

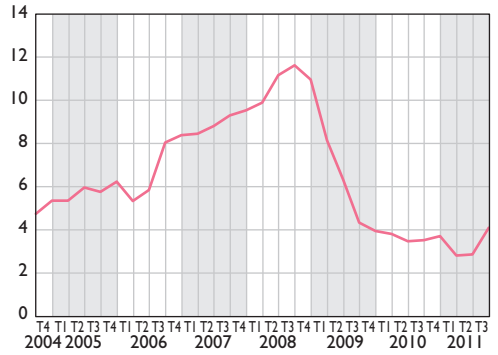
2|5 La production des prêts relais est demeurée étale

La production de prêts relais est restée faible, avec un peu plus de 10 000 prêts nouveaux distribués au deuxième trimestre 2011, contre plus de 30 000 trois ans plus tôt. Leur part dans la production totale de crédits immobiliers a donc continué de diminuer, passant sous le seuil des 3 % à la fin de l'année 2010 (cf. graphique 10). Cette atonie contraste avec la situation observée à la fin de la dernière phase de hausse des prix immobiliers, entre 2007 et le début de 2008, lorsque plus de 10 % des crédits nouveaux octroyés aux ménages l'étaient sous forme de prêts relais.

L'évolution des taux d'intérêt pratiqués sur ces concours ne semble pas être à l'origine du repli de la production de prêts relais : les taux effectifs au sens étroit – c'est-à-dire hors frais de dossiers et assurances – ont évolué de manière comparable à ceux des autres crédits à l'habitat. Certes, la différence observée entre le taux effectif global et le taux effectif

Graphique 10 Part des prêts relais dans la production de crédits nouveaux à l'habitat

(en %)



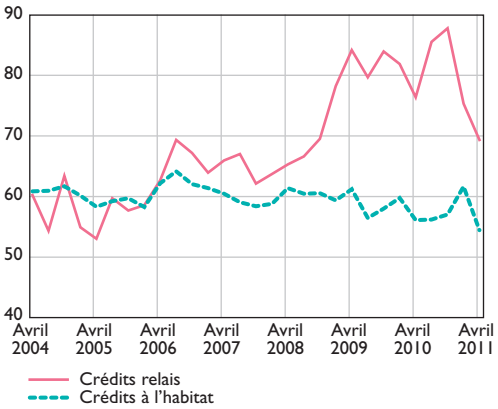
Source : Banque de France

au sens étroit a atteint 90 points de base à la mi-2010, contre environ 60 pour les autres prêts à l'habitat, mais cette sur-tarification reste modérée au regard des standards historiques (cf. graphique 11). Par ailleurs, les frais de dossier et d'assurance ont diminué de près de 20 points de base au début de 2011, retrouvant pratiquement leur niveau d'avant-crise.

En fait, il semble surtout que les ménages fassent désormais preuve d'une plus grande circonspection avant de contracter un prêt relais, comme en témoigne la stabilité des montants moyens empruntés. Ils tendent notamment à engager la vente de leur ancien logement avant l'achat du nouveau, afin d'éviter de recourir à cette forme de crédit qui, certes, facilite le montage d'une opération immobilière, mais peut se révéler risquée en cas de retournement des prix.

Graphique 11 Écart entre le taux effectif global et le taux effectif au sens étroit

(en points de base)



Source : Banque de France

2|6 Près d'un tiers des crédits nouveaux sont à plus de vingt ans

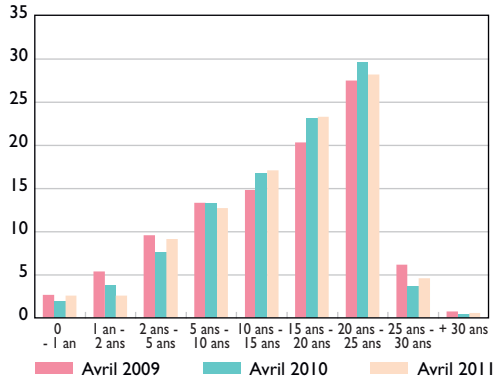
La durée initiale moyenne des crédits nouveaux à l'habitat est restée globalement stable dans la première moitié de 2011, restant sur les niveaux élevés observés en 2010. Si l'on exclut les prêts relais de son périmètre de calcul, celle-ci évolue autour de 205 mois, soit environ 17 ans. Cela étant, cette stabilité en moyenne masque une légère déformation de la répartition des crédits par durée.

À l'exception des crédits de durée inférieure à deux ans, essentiellement constitués de crédits relais (cf. *supra*), la proportion des crédits de durée inférieure à 5 ans a progressé pour retrouver en avril 2011 le niveau atteint deux ans plus tôt, sous l'effet du développement de la production de prêts travaux. À l'opposé, les prêts d'une durée comprise entre 20 et 25 ans, qui représentent tout de même un quart de la production de crédits à l'habitat, ont vu leur part légèrement décliner au profit des prêts consentis pour une durée supérieure à 25 ans dont la part est remontée au voisinage de 5 % en avril 2011 (cf. graphique 12).

Cette évolution marque la fin du mouvement de réduction de la production de prêts de très longue durée, dont la part dans le total des crédits était tombée, pour les prêts à plus de 30 ans, de 3,5 % environ en 2007 à moins de 1 % en 2010. S'il résulte partiellement de l'allongement de la durée maximale des prêts à taux zéro, ce phénomène n'en demeure pas moins préoccupant car le recours à des prêts à très long terme alourdit singulièrement la charge d'endettement des emprunteurs concernés et, en augmentant leur capacité d'achat initiale, contribue indirectement à entretenir le renchérissement des prix immobiliers.

Graphique 12 Répartition des crédits nouveaux à l'habitat selon la durée initiale

(répartition des crédits en %, durée en année)



Source : Banque de France

Annexe

Données sources

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

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

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

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

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

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

Les comportements patrimoniaux des ménages en France
Évolutions et déterminants entre 2004 et 2010

Luc ARRONDEL
Frédérique SAVIGNAC
Banque de France
Direction des Études microéconomiques et structurelles

Adeline BACHELLERIE
Omar BIROUK
Banque de France
Direction des Statistiques monétaires et financières

Hélène CHAPUT
Insee
Direction des Statistiques démographiques et sociales

L'épargne et les comportements patrimoniaux des ménages conditionnent une large partie du financement de l'économie et sont affectés par les évolutions des marchés financiers et immobiliers, les innovations financières ou encore le vieillissement de la population. Si les ménages français ont globalement été moins touchés par la crise financière de 2008-2009 que, par exemple, leurs homologues américains ou britanniques, ils ont néanmoins dû faire face à de fortes variations des prix des actifs financiers et immobiliers. Par exemple, sur la seule année 2008, les valeurs boursières du CAC 40 ont ainsi reculé de près de 40 % et les prix immobiliers diminué de 7 %.

Cet article propose un éclairage sur les comportements patrimoniaux des ménages en France pendant la crise en analysant les évolutions de la richesse des particuliers sur les six dernières années. Une des originalités de l'étude est de s'appuyer sur l'enquête Patrimoine 2010 de l'Insee. Cette enquête représentative est réalisée auprès d'un échantillon de ménages résidant en France auxquels il est demandé, en particulier, de décrire leur patrimoine. Les informations recueillies sur leurs avoirs fournissent ainsi un aperçu complémentaire aux évolutions macroéconomiques, retracées notamment par la comptabilité nationale. Elles permettent en outre de détailler les comportements patrimoniaux adoptés par types de ménages au cours de cette période.

L'article s'attache d'abord à décrire l'évolution de diverses catégories d'actifs financiers des ménages au travers de la crise, tant du point de vue des montants en jeu que de leur diffusion au sein de la population. Pendant la crise, les ménages ont donné leur préférence aux placements sous forme de livrets et d'assurance-vie. En revanche, ils se sont détournés de l'épargne-logement et sont devenus moins nombreux à détenir des titres financiers.

Les stratégies d'investissement des ménages dépendent non seulement des évolutions de la conjoncture économique, mais aussi de facteurs individuels liés à leurs ressources, préférences et anticipations. En ce qui concerne le patrimoine immobilier, les logiques d'accès à la propriété de la résidence principale et de détention de logements de rapport apparaissent très différentes. Les ressources du ménage (qu'elles proviennent de revenus ou d'héritages) et les effets d'âge et de cycle de vie sont les principaux déterminants de l'acquisition de la résidence principale. Mais la détention d'immeubles de rapport participe d'une logique d'accumulation voisine de celle qui gouverne la détention d'actions. Il apparaît notamment que le fait d'être confrontés à des risques tels que ceux liés au marché du travail tend à décourager les ménages d'investir dans ces deux types d'actifs.

Enfin, durant la crise, la prudence des ménages dans la gestion de leurs avoirs traduit une moindre tolérance vis-à-vis du risque ainsi que des anticipations de revenu plus pessimistes. La fiscalité a probablement joué un rôle important dans l'orientation de l'épargne des ménages, dans un contexte où la concurrence entre les produits d'épargne a été exacerbée par la baisse générale des rendements, mais ses effets restent à étudier.

Mots clés : épargne, ménages, portefeuilles, immobilier, risques

Codes JEL : G11, E21, D91, D84

Les comparaisons internationales font apparaître de fortes disparités dans les comportements d'épargne des ménages. La France se caractérise ainsi par un taux d'épargne parmi les plus élevés en Europe : le taux d'épargne brut, rapport du flux d'épargne au revenu disponible brut (RDB), s'élève en 2009 à 16,5 % en France, alors qu'il est de 13,2 % pour l'ensemble de l'Union européenne (18,0 % en Espagne, 17,2 % en Allemagne, 13,9 % en Italie et 6 % au Royaume-Uni). Ces différences se retrouvent également dans la composition des patrimoines, la proportion de propriétaires ou encore d'actionnaires variant fortement. Si en France environ 58 % des ménages sont propriétaires de leur résidence principale, cette proportion ressort à 48 % en Allemagne, 68 % aux États-Unis ou encore plus de 80 % en Espagne. Les disparités sont encore plus grandes en ce qui concerne la détention d'actions : seuls 15,4 % des ménages en détiennent directement ou indirectement en France alors que c'est le cas pour près de la moitié des ménages américains ou encore les deux tiers des suédois. Ces inégalités de diffusion des actifs se traduisent naturellement par d'importantes différences de composition du patrimoine moyen des ménages. Elles expliquent notamment les effets plus ou moins importants que peuvent avoir de fortes baisses (ou hausses) des cours boursiers ou des prix immobiliers par exemple sur la consommation ou sur les stratégies d'allocation d'actifs.

Si des facteurs institutionnels, comme par exemple les spécificités nationales des systèmes de retraite, ou l'existence d'incitations fiscales au service d'objectifs prioritaires de financement [1], sont susceptibles d'expliquer certaines de ces différences, l'analyse approfondie des comportements patrimoniaux constitue une étape essentielle à la compréhension et aux diagnostics des effets de la crise financière de 2008-2009. C'est dans cette perspective que cet article consacré aux comportements patrimoniaux des ménages en France s'attache d'abord à décrire l'évolution de diverses catégories d'actifs financiers des ménages au travers de la crise, tant du point de vue des montants en jeu que de leur diffusion au sein de la population. Les facteurs individuels (âge, ressources, composition du ménage, etc.) déterminant la détention d'actifs financiers risqués (sous forme d'actions) et de biens immobiliers (sous forme de résidence principale et de logements de rapport) sont ensuite analysés et comparés. Enfin, la gestion du risque par les ménages est analysée à la lumière des évolutions de l'aversion pour le risque, des anticipations et des comportements d'endettement.

1| Cadrage macroéconomique et diffusion des actifs au sein de la population

Si les évolutions des différentes catégories d'actifs financiers détenus par les ménages peuvent être décrites au niveau macroéconomique à partir des comptes financiers, l'analyse de leur répartition et de leur diffusion au sein de la population ne peut être menée qu'à partir d'informations collectées auprès des particuliers par le biais d'enquêtes représentatives, telles que l'enquête Patrimoine de l'Insee (cf. encadré).

Cette première section analyse les évolutions du patrimoine des ménages en combinant les approches macro et microéconomiques : la structure globale des portefeuilles et une évaluation de la diffusion des différents actifs *via* le pourcentage de ménages détenteurs d'un actif donné (« taux de détention ») sont ainsi mises en regard.

Les évaluations macroéconomiques sont principalement établies, pour ce qui concerne le secteur des ménages, à partir d'informations transmises par les institutions financières qui interviennent dans la gestion de leur épargne. La dernière édition de l'enquête Patrimoine ayant été menée fin 2009-début 2010 et la précédente fin 2003-début 2004, deux « photographies » de la richesse des ménages avant et pendant la crise peuvent être mises en regard des grandeurs macroéconomiques au 31 décembre 2003 et 31 décembre 2009.

À fin 2009, le montant des principaux placements financiers des ménages français (cf. tableau 1) est évalué par la comptabilité nationale à plus de 2 900 milliards d'euros, soit 1,4 fois plus qu'en 2004. Dans l'enquête de 2010, 91,9 % des ménages déclarent détenir au moins un produit d'épargne financière, contre 91,2 % dans l'enquête de 2004.

1 *En France, on peut notamment mentionner la situation particulière de l'épargne réglementée qui bénéficie d'importants avantages fiscaux en contrepartie de son affectation au financement du logement social et des PME*

ENCADRÉ

Comportements d'épargne à partir d'enquêtes représentatives menées auprès des ménages

Objectifs

Les motivations pour épargner évoluent avec l'âge. En début de cycle de vie, il s'agit essentiellement de constituer une épargne de précaution pour faire face aux aléas de la vie et de financer l'acquisition du logement. Par la suite, les individus sont en général amenés à se préoccuper de la préparation financière de leur retraite et de la transmission de leur patrimoine. Outre la position dans le cycle de vie, divers facteurs influent sur les comportements d'épargne propres à chaque individu ou ménage : le niveau de ressources, le goût pour le risque, la préférence pour le présent, le degré d'altruisme, les anticipations relatives aux revenus futurs, les aptitudes à prendre des décisions financières complexes, etc.

Il est donc important de disposer d'informations sur les comportements individuels via *des enquêtes représentatives pour pouvoir apprécier les disparités de la richesse immobilière et financière des ménages comme la diversité de leurs portefeuilles et comprendre leurs décisions en matière d'épargne, de placements, de retraite ou encore de transmission (cf. Arrondel* et al. *2011).*

C'est à cette fin que la Banque de France s'est associée à l'enquête Patrimoine 2010 de l'Insee. Cette enquête française contribue à l'enquête harmonisée que l'Eurosystème met en place, le Household Finance and Consumption Survey *(HFCS), qui permettra de construire des indicateurs agrégés au niveau de la zone euro, de conduire des comparaisons internationales et d'étudier les effets des différences institutionnelles au sein de la zone euro sur l'épargne et l'endettement des ménages.*

L'enquête Patrimoine 2010

• Contenu

L'enquête « Patrimoine » est régulièrement conduite tous les six ans par l'Insee depuis 1986 [1]. Elle permet d'appréhender la composition des portefeuilles financiers des ménages (détention et montants des actifs), de leur patrimoine immobilier (résidence principale, résidences secondaires, logements de rapport), de leur patrimoine professionnel et de leur endettement à titre privé et professionnel. Elle renseigne également sur les transmissions de patrimoine (donations, héritages), sur la composition du ménage (enfants, âge, emploi, revenus, etc.), sur son historique (formation, emplois passés, études, activités professionnelles des parents, etc.). La dernière édition (Enquête Patrimoine 2010) comprend également trois modules complémentaires portant respectivement sur les habitudes de consommation, l'attitude face au risque et le patrimoine immatériel, social et symbolique.

Méthodologie

• Collecte

L'enquête est conduite par voie d'entretiens en face à face par les enquêteurs de l'Insee. L'échantillon, qui comprend 15 000 ménages résidant en France métropolitaine et dans les DOM [2], est constitué de façon à obtenir des résultats représentatifs de la population des ménages ordinaires [3] résidant en France. Il tient en particulier compte de la concentration de la richesse au sein des ménages les plus aisés. Les ménages ont été interrogés entre octobre 2009 et février 2010. Les données ont ensuite été traitées (notamment en retraitant les réponses incomplètes) et anonymisées par l'Insee.

L'étude ne retient ici que les ménages de la métropole afin de permettre la comparaison avec l'enquête de 2004 pour laquelle les ménages résidant dans les DOM n'avaient pas été interrogés.

1 *Elle a été réalisée en 1986, 1992, 1998, 2004 et 2010.*
2 *Pour la première fois en 2010, l'enquête Patrimoine a été étendue aux départements d'outre-mer.*
3 *Un « ménage ordinaire », au sens du recensement, désigne l'ensemble des personnes qui partagent la même résidence principale sans que ces personnes soient nécessairement unies par des liens de parenté (en cas de cohabitation, par exemple). Les personnes vivant dans des habitations mobiles (y compris les mariniers et les sans-abri) ou résidant en collectivité (foyers de travailleurs, maisons de retraite, résidences universitaires, maisons de détention...) sont considérées comme n'appartenant pas à des « ménages ordinaires ».*

• Lien avec les comptes financiers

À ce stade, seules les informations relatives à la détention des produits (actifs et endettement) sont disponibles. Nous les utilisons ici pour évaluer la diffusion des actifs au sein de la population (via le pourcentage de ménages détenteurs d'un actif donné) [4]. Cette enquête apporte ainsi un éclairage complémentaire sur les évolutions des grandeurs macroéconomiques. En effet, les comptes financiers [5] offrent une vision globale, en général obtenue à partir des déclarations des intermédiaires, des placements financiers des ménages classés par types de produit (livrets d'épargne, actions, obligations…) et l'enquête recueille des informations déclaratives des ménages sur la composition de leur patrimoine, et donc sur les éléments qui déterminent leurs choix de portefeuille. Si l'articulation des données macroéconomiques avec les observations microéconomiques est complexe compte tenu des spécificités de l'une et l'autre sources, la plus grande cohérence a toutefois été recherchée au plan méthodologique. On met en regard les données des deux dernières éditions de l'enquête Patrimoine (collectées respectivement fin 2003-début 2004 et fin 2009-début 2010) et les agrégats macroéconomiques au 31 décembre 2003 et 31 décembre 2009. Sauf indication contraire, le champ géographique couvert est celui de la France métropolitaine [6].

• Comparaison temporelle : 2004/2010

L'enquête Patrimoine est réalisée en coupe : elle fournit une image du patrimoine des ménages fin 2009-début 2010. Pour analyser les effets de la crise sur les comportements patrimoniaux, ces informations sont comparées avec celles de l'enquête Patrimoine précédente, réalisée en 2003-2004.

4 *Les informations relatives aux montants (et qui permettent par exemple de calculer la part d'une catégorie d'actif dans le portefeuille d'un ménage) sont actuellement en cours de constitution par l'Insee et feront l'objet d'une étude ultérieure.*

5 *Les comptes financiers permettent d'apprécier les poids relatifs et la dynamique des différents types de placement. Les comptes financiers en base 2005 sont accessibles sur le site de la Banque de France* (http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/titres/titres-comptesfi-annuels.htm)

6 *Les comptes nationaux financiers sont publiés sur le champ géographique France métropolitaine + DOM. Des agrégats France métropolitaine seule ont été calculés pour les besoins du présent article,*

Entre 2004 et 2010, les ménages français ont développé leurs avoirs sous forme de livrets d'épargne (+ 46,3 % d'encours détenus sur la période 2004-2010) et de contrats d'assurance-vie et d'épargne-retraite (+ 61,5 % et + 65,6 %) au détriment de l'épargne-logement (– 17 %). La hausse des avoirs en valeurs mobilières (+ 28,1 %), est nettement moindre que celle des livrets d'épargne et *a fortiori* que celle de l'assurance-vie (cf. tableau 1).

Les taux de détention calculés à partir des enquêtes Patrimoine présentent une relative cohérence avec les chiffrages macroéconomiques : les ménages déclarent détenir principalement des livrets d'épargne puis de l'assurance-vie. Pour cette dernière, l'écart important entre la progression, modeste, du taux de détention et la hausse des encours de placements pourraient partiellement s'expliquer par la forte concentration de ces derniers (cf. annexe 1).

Tableau 1 Part de ménages détenteurs des principaux produits financiers et montants détenus sur ces produits

(Part et variation en %, montants en milliards d'euros)

	2003-2004		2009-2010		Variation des montants
	Part des ménages détenteurs	Montants	Part des ménages détenteurs	Montants	
Livrets d'épargne (hors CEL)	83,2	305,8	85,0	447,3	46,3
Épargne-logement	41,3	251,6	31,2	208,9	- 17,0
Assurance-vie (a)	57,5	689,8	59,9	1 113,8	61,5
Épargne-retraite (b)	9,7	100,2	12,3	166,0	65,6
Titres financiers (c)	28,3	759,7	24,3	972,9	28,1
Ensemble	**91,2**	**2 107,1**	**91,9**	**2 908,8**	**38,0**

Champ : Ménages ordinaires résidant en France métropolitaine.
(a) Sont inclus ici les contrats d'assurance en cas de vie, d'assurance décès, de capitalisation et les plans d'épargne populaire (PEP) bénéficiant de la fiscalité de l'assurance-vie.
(b) Pour 2009-2010, sont inclus dans l'épargne-retraite le plan d'épargne pour la retraite collectif (PERCO) et le plan d'épargne-retraite populaire (PERP). Ces produits ayant été créées en 2003, ils ne sont pas inclus dans le taux de détention 2003-2004.
(c) Sont inclus ici les actions, cotées ou non, les obligations, les titres d'OPCVM détenus (dont Sicav et SCPI) y compris ceux dans le cadre de l'épargne salariale, ainsi que les parts sociales d'établissements de crédits.
Sources : Pour les taux de détention, Insee, enquêtes Patrimoine de 2003-2004 et 2009-2010 ; pour les montants, comptes financiers et statistiques monétaires de la Banque de France.

I | I Le renouveau du livret A et des autres livrets

Le livret d'épargne est la forme de placement la plus répandue (cf. tableau 2) : 85,0 % des ménages déclarent en détenir au moins un en 2009, soit un pourcentage un peu plus élevé qu'en 2004. L'encours global déposé sur les différents types de livrets a augmenté de 141,5 milliards d'euros en six ans, soit + 46,3 %, atteignant ainsi plus de 447 milliards.

Cette évolution concerne au premier chef le livret A dont le taux de détention déclaré à l'enquête a fortement augmenté (68,3 % début 2010, contre 57,0 % début 2004) probablement à la suite de la généralisation de sa distribution à l'ensemble des banques intervenue à compter du 1er janvier 2009. Cet élargissement de sa diffusion s'est accompagné d'une forte progression de l'encours collecté qui est passé de 122,4 milliards d'euros à 173,8 milliards (+ 42,0 %).

Les livrets ordinaires soumis à l'impôt ont enregistré une croissance encore plus forte de leur encours qui est passé de 80,9 milliards à 139,5 milliards (+ 72,5 %), alors que l'augmentation de leur taux de détention, de 5,9 % en 2003 à 6,4 % en 2009, a été limitée. De fait, l'ordre de grandeur de l'encours des livrets ordinaires est assez proche de celui du livret A alors que leur taux de détention est dix fois moindre. Ceci résulte en partie du fait que, contrairement au livret A, le montant qu'il est possible de déposer sur ce type de livret n'est pas plafonné. Mais cela indique également que les déterminants de leur collecte peuvent être différents de ceux du livret A. Par ailleurs, des effets d'offre peuvent avoir contribué à la forte progression des livrets ordinaires, les banques ayant dû, depuis la crise, se préoccuper de développer leurs ressources d'épargne de bilan en prévision des évolutions annoncées en matière de réglementation de la liquidité (Bâle III).

De leur côté, les livrets de développement durable (LDD, qui ont succédé au CODEVI en 2007) ont également connu une forte progression de leur encours qui est passé de 43,1 milliards fin 2003 à 68,8 milliards fin 2009, mais ont subi sur la période une nette érosion de leur taux de détention de 42,0 % à 39,4 %. On peut voir dans cette baisse du taux de détention un effet de la banalisation du livret A qui, chez les nouveaux distributeurs, a pu se substituer à certains LDD, alors que la progression de l'encours a pu être alimentée par le relèvement du plafond (de 4 500 à 6 000 euros) intervenu début 2007. Les livrets jeunes ont également enregistré une baisse sensible de leur taux de détention, revenu de 17,2 % en 2004 à 14,8 % en 2010 tout en conservant une évolution relativement dynamique de leur encours (+ 25,4 %). En revanche, pour les livrets d'épargne populaire (LEP) dont le taux de détention a légèrement augmenté (24,3 % en 2010, après 23,8 % en 2004), la progression de l'encours a été beaucoup plus faible (+ 8,0 %). Les plafonds respectifs de l'un et l'autre produit étant resté inchangés, cette différence d'évolution souligne les disparités de comportement ou de situation des populations auxquelles ils sont spécifiquement destinés.

Tableau 2 Part de ménages détenteurs des différents types de livrets d'épargne et montants détenus sur ces produits

(Part et variation en %, montants en milliards d'euros)

	2003-2004		2009-2010		Variation des montants
	Part des ménages détenteurs	Montants	Part des ménages détenteurs	Montants	
Livrets A et livrets Bleus	57,0	122,4	68,3	173,8	42,0
Livrets Jeune	17,2	5,7	14,8	7,2	25,4
Livrets d'épargne populaire (LEP)	23,8	53,8	24,3	58,1	8,0
Livrets de développement durable (LDD – ex CODEVI)	42,0	43,1	39,4	68,8	59,7
Livrets fiscalisés	5,9	80,9	6,4	139,5	72,5
Ensemble	**83,2**	**305,8**	**85,0**	**447,3**	**46,3**

Champ : Ménages ordinaires résidant en France métropolitaine
Note : Le tableau se lit ainsi : en 2009, 85 % des ménages déclarent détenir au moins un livret d'épargne ; 68,3 % au moins un livret A ou un livret bleu ; 14,8 % au moins un livret jeune… En raison des détentions multiples de livrets d'épargne, la somme des taux de détention de chacun des livrets est supérieure à 100 %.
Sources : Pour les taux de détention, Insee, enquêtes Patrimoine de 2003-2004 et 2009-2010 ; pour les montants, statistiques monétaires de la Banque de France

Tableau 3 Part de ménages détenteurs des différents produits d'épargne-logement et montants détenus sur ces produits

(Part et variation en %, montants en milliards d'euros)

	2003-2004		2009-2010		Variation des montants
	Part des ménages détenteurs	Montants	Part des ménages détenteurs	Montants	
Plan d'épargne-logement (PEL)	33,6	215,8	22,5	172,7	- 20,0
Compte d'épargne-logement (CEL)	19,1	35,8	16,4	36,2	1,1
Ensemble	**41,3**	**251,6**	**31,2**	**208,9**	**- 17,0**

Champ : Ménages ordinaires résidant en France métropolitaine
Sources : Pour les taux de détention, Insee, enquêtes Patrimoine de 2003-2004 et 2009-2010 ; pour les montants, statistiques monétaires de la Banque de France

1|2 Le déclin de l'épargne-logement

Les deux produits d'épargne-logement ont subi une nette baisse de leur taux de détention (cf. tableau 3), plus marquée pour le plan d'épargne-logement (PEL) (22,5 % en 2010, contre 33,6 % en 2004) et un peu moins prononcée pour le compte d'épargne-logement (CEL) (16,4 % en 2010, au lieu de 19,1 % en 2004). L'encours déposé sur les PEL a diminué de 20 %, alors que celui des CEL a augmenté de 1,1 %. Le déclin du PEL pourrait notamment s'expliquer par la réduction de ses avantages spécifiques au cours des dernières années, notamment la fiscalisation partielle de sa rémunération. La baisse des taux des crédits immobiliers non réglementés qui leur a permis de concurrencer de plus en plus efficacement les prêts associés aux PEL est probablement un autre élément explicatif de ce déclin. La résistance relative du CEL par rapport au PEL est vraisemblablement due à la modicité du taux du prêt d'épargne-logement associé qui a de ce fait conservé sa compétitivité par rapport aux crédits à taux non réglementés. Une autre caractéristique des CEL est leur liquidité, permettant, contrairement au PEL, de procéder à des retraits sans encourir de pénalité sur la rémunération ou les droits à prêt [2].

1|3 L'essor de l'assurance-vie

L'enquête Patrimoine interroge les ménages de l'échantillon sur leur détention de produits d'assurance décès et d'assurance-vie. La description des produits d'assurance-vie et de capitalisation est plus particulièrement détaillée car ils sont par nature assimilables à des placements financiers. En revanche, la prise en compte dans le patrimoine financier d'un ménage de ses contrats d'assurance en cas de décès présente des difficultés conceptuelles : quelle valeur donner, par exemple, du point de vue de l'assuré, à un contrat de rente éducation ou d'assurance emprunteur dont les bénéficiaires recevront le versement si le décès intervient dans la période couverte par le contrat ? Le choix retenu dans les comptes financiers est de ne pas distinguer les provisions techniques sur les contrats d'assurance-vie et de capitalisation de celles sur l'assurance décès volontaire ou non volontaire. On notera toutefois que les provisions mathématiques [3] sur l'assurance décès ne représentent qu'une faible part du total des provisions mathématiques (cf. Benne et Peuillet – 2011).

En 2010, plus d'un tiers des ménages détient un contrat d'assurance décès non volontaire (principalement un contrat d'assurance emprunteur) et 10,7 % un contrat d'assurance décès volontaire (par exemple un contrat obsèques ou de rente éducation). La détention d'assurance-vie est par ailleurs fortement concentrée (cf. annexe 1 pour une analyse détaillée).

L'assurance-vie, placement qui conserve une fiscalité attractive, notamment lorsqu'elle est utilisée pour la préparation de la retraite ou de la transmission du patrimoine, et qui, avec le développement des contrats multisupports, peut répondre à une très grande variété d'objectifs, concentre aujourd'hui une part prépondérante de l'épargne financière des ménages français. La proportion des ménages qui en détiennent est passée de 26,6 % en 2004 à 34,9 % en 2010 et l'encours global a augmenté de 64,9 %. À fin 2009, il atteint 1 063,8 milliards d'euros, soit environ 2,4 fois le montant de l'ensemble des livrets d'épargne (cf. tableau 2 et tableau 4).

2 *Un retrait opéré sur un PEL avant quatre ans entraine sa clôture mais laisse la possibilité de le transformer en CEL.*
3 *Ensemble des provisions et réserves constituées par l'assureur afin de garantir toutes les prestations prévues par le contrat, soit, par exemple, dans le cas d'une assurance décès, la prise en charge des annuités d'un emprunt immobilier ou le versement d'une rente éducation aux ayants droits de l'assuré.*

Tableau 4 Part des ménages détenteurs des différents produits d'assurance-vie et montants détenus sur ces produits

(Part et variation en %, montants en milliards d'euros)

	2003-2004		2009-2010		Variation des montants
	Part des ménages détenteurs	Montants	Part des ménages détenteurs	Montants	
Contrats d'assurance décès non volontaire	35,4		33,9		
Contrats d'assurance décès volontaire (a)	12,6	645,0	10,7	1 063,8	64,9
Contrats d'assurance-vie et de capitalisation	26,6		34,9		
PEP assurance	4,6	44,9	2,4	50,0	11,5
Ensemble assurance à la personne	**57,5**	**689,9**	**59,9**	**1 113,8**	**61,4**
PEP bancaires (b)	3,6	40,9	2,2	26,3	- 35,8

Champ : ménages ordinaires résidant en France métropolitaine
(a) y compris les contrats de rente éducation
(b) classés en dépôts à terme dans les comptes financiers
Sources : pour les taux de détention, Insee, enquêtes Patrimoine de 2003-2004 et 2009-2010 ; pour les montants, comptes financiers, statistiques sur les assurances et statistiques monétaires (PEP bancaires) de la Banque de France ; pour les montants sur les PEP assurance, FFSA

L'engouement pour les contrats d'assurance-vie a également conduit à une progression de l'encours sur les plans d'épargne populaire (PEP) assurance (+ 11,5 % sur la période comprise entre 2004 et 2010), qui s'élève à 50 milliards d'euros en 2010. À l'inverse, les montants enregistrés sur les PEP bancaires ont subi une forte érosion (– 35,8 %) et ne représentent en 2010 que 26,3 milliards. Toutefois, les taux de détention, déjà faibles en 2004 (respectivement 4,6 % et 3,6 % des ménages), ont pour les deux types de PEP diminué jusqu'à 2,4 % et 2,2 % respectivement. Ces produits ne sont en effet plus commercialisés depuis fin 2003.

Contrairement à d'autres pays, la France n'a pas créé d'institutions spécifiquement destinées à proposer aux ménages des formules de retraite par capitalisation. Néanmoins, différentes formules d'épargne-retraite sont accessibles aux ménages désirant compléter les prestations du régime de retraite par répartition. Elles sont pour la plupart gérées dans le cadre juridique de l'assurance-vie

Tableau 5 Part de ménages détenteurs des différents produits d'épargne-retraite et montants détenus sur ces produits

(Part et variation en %, montants en milliards d'euros)

	2003-2004		2009-2010		Variation des montants (en %)
	Part des ménages détenteurs (en %)	Montants (en mds €)	Part des ménages détenteurs (en %)	Montants (en mds €)	
Retraite complémentaire	**5,7**	**24,3**	**5,4**	**47,6**	96,1
dont régimes loi Madelin	*nd*	*8,0*	*nd*	*22,5*	*nd*
dont Préfon, COREM, CRH, FONPEL, CAREL	*nd*	*15,0*	*nd*	*25,1*	*nd*
Retraite surcomplémentaire	**4,6**	**76,0**	**4,2**	**113,1**	48,9
dont contrat article 39	*nd*	*16,0*	*nd*	*33,7*	*nd*
dont contrat article 82	*nd*	*2,0*	*nd*	*3,4*	*nd*
dont contrat article 83	*nd*	*27,7*	*nd*	*46,2*	*nd*
dont PERE	*nd*	*nd*	*nd*	*0,3*	*nd*
dont PERCO	*nd*	*nd*	*nd*	*3,0*	*nd*
PERP	**nd**	**nd**	**4,0**	**5,3**	nd
Total de l'épargne-retraite, hors PERP et PERCO	**9,7**	**100,3**	**9,1**	**157,7**	**57,2**
Total de l'épargne-retraite, y compris PERP et PERCO	**nd**	**nd**	**12,3**	**166,0**	**nd**

Champ : Ménages ordinaires résidant en France métropolitaine
Nd : non disponible. Les chiffres de l'évolution des montants ne sont pas toujours calculés en raison d'une rupture de série entre 2003 et 2009.
Sources : Pour les taux de détention, Insee, enquêtes Patrimoine de 2003-2004 et 2009-2010 ; pour les montants, comptes financiers de la Banque de France et direction de la Recherche, des Études, de l'Évaluation et des Statistiques (DREES - ministère du Travail de l'Emploi et de la Santé)

mais peuvent être distinguées au sein des contrats d'assurance-vie, de capitalisation et d'assurance décès. Les montants relatifs à l'épargne-retraite sont ainsi désormais publiés dans les comptes financiers.

Le taux de détention de ces produits stagne à un bas niveau, alors que leurs encours sont pour la plupart en forte augmentation (cf. tableau 5). Le montant total de l'épargne-retraite (hors PERP et PERCO) s'élève ainsi à 157,7 milliards d'euros début 2010, soit une hausse de 57,2 % en 6 ans, et atteint 166 milliards d'euros lorsque l'on y ajoute les PERP et PERCO [4]. Ces dispositifs d'épargne-retraite ont été mis en place au début de l'année 2004 avec les PERE. Leur encours s'élevait début 2010 à 8,7 milliards d'euros.

De fait, les formules de retraite mises en place à l'initiative des entreprises, telles que les contrats dits « article 39 » et « article 83 » représentent désormais une part non négligeable de l'ensemble des contrats d'assurance-vie. Leurs montants atteignent respectivement 33,7 et 46,2 milliards fin 2009.

1|4 Une détention moins fréquente de titres financiers par les ménages

La part des ménages déclarant détenir des titres financiers a nettement diminué d'une enquête à l'autre, revenant de 28,3 % en 2004 à 24,3 % en 2010 (cf. tableau 6). Ce recul touche la plupart des types de titres et des modes de détention. Il est particulièrement sensible pour les titres d'OPCVM détenus dans le cadre d'un plan d'épargne en actions – PEA (5,0 % en 2010, contre 7,3 % en 2004) et, dans une mesure un peu moindre, pour les actions cotées détenues en dehors d'un PEA (5,6 %, après 7,2 %). La forte baisse des cours boursiers intervenue en 2007-2008, venant après celle subie au début des années deux mille, n'est sans doute pas étrangère à cette relative désaffection des ménages pour les titres financiers. Par ailleurs, certains portefeuilles peuvent également avoir été liquidés à l'occasion de difficultés économiques rencontrées par les détenteurs. On peut toutefois remarquer que l'évolution des encours retracée par les comptes nationaux ne suit pas forcément celle des taux de détention. Ainsi, les montants des actions cotées et des obligations détenues par des ménages se sont respectivement accrus de 7,4 % et 11,7 % de fin 2003 à fin 2009 et de 25,7 % pour les actions placées sur un PEA. Ces différentes observations donnent à penser que la détention de titres financiers a vraisemblablement connu, sur la période, une phase d'assez forte concentration.

L'épargne salariale qui peut prendre la forme de placements en actions ou en titres d'OPCVM a enregistré une légère baisse de son taux de détention global entre 2004 et 2010 (cf. tableau 7). Les différentes

Tableau 6 Part de ménages détenteurs des différents types de titres financiers et montants détenus sur ces produits

(Part et variation en %, montants en milliards d'euros)

	2003-2004		2009-2010		Variation des montants
	Part des ménages détenteurs	Montants	Part des ménages détenteurs	Montants	
Actions sur un plan d'épargne en actions (PEA)	10,2	31,5	9,1	39,6	25,7
Titres d'OPCVM sur un plan d'épargne en actions (PEA)	7,3	52,1	5,0	52,1	- 0,1
Ensemble PEA	**15,2**	**83,6**	**11,8**	**91,7**	**9,6**
Actions, cotées ou non, y compris parts sociales de banque, hors PEA	11,5	429,0	9,4	616,6	43,7
dont actions cotées	*7,2*	*105,1*	*5,6*	*112,9*	*7,4*
Obligations	2,0	56,4	1,7	63,0	11,7
Titres d'OPCVM (SICAV et SCPI)	4,7	190,6	4,0	201,6	5,8
Ensemble des titres financiers, y compris PEA	**28,3**	**759,7**	**24,3**	**972,9**	**28,1**

Champ pour les taux de détention : Ménages ordinaires résidant en France métropolitaine
Sources : Pour les taux de détention, Insee, enquêtes Patrimoine de 2003-2004 et 2009-2010 ; pour les montants, les comptes financiers de la Banque de France

4 *Actuellement les montants relatifs aux dispositifs PERP et PERCO sont inclus avec les montants relatifs à l'assurance-vie dans les comptes financiers. Ils ont été isolés pour l'analyse présentée ici.*

Tableau 7 Évolution de l'épargne salariale des ménages (taux de détention)

(en %)

	2003-2004	2009-2010
	Part des ménages détenteurs	
Ensemble de l'épargne salariale	**16,7**	**15,1**
SICAV/FCPE	5,9	6,7
Titres de l'entreprise	4,0	6,0
Encours de participation bloquée	9,2	3,5

Champ : Ménages ordinaires résidant en France métropolitaine
Source : Insee, enquêtes Patrimoine de 2003-2004 et 2009-2010

mesures de déblocage anticipé de l'épargne salariale intervenues sur la période étudiée peuvent y avoir contribué. Le montant total correspondant ne peut être retrouvé dans les comptes financiers. On peut toutefois noter que les avoirs en fonds communs de placements d'entreprises (FCPE), qui peuvent être isolés, ont connu une progression sur la période de plus de 51 % pour s'établir début 2010 à 84,7 milliards d'euros. Ces évolutions tendent elles aussi à indiquer une concentration accrue des encours.

Au total, les ménages français sont relativement peu nombreux à détenir des valeurs mobilières, et les montants concernés restent très inférieurs à ceux que recueille l'assurance-vie.

2| Les déterminants individuels de la détention d'actifs financiers et immobiliers

Dans la littérature théorique, le comportement des épargnants s'explique par de nombreux facteurs dont les principaux sont :

• leurs ressources présentes et celles qu'ils anticipent pour le futur (revenus du travail et revenus financiers, allocation chômage, retraite, héritage reçu ou à recevoir, etc.) ;

• les caractéristiques des individus en matière d'attitude face au risque, de préférence pour le présent, d'altruisme ;

• les imperfections des marchés financiers qui peuvent entraîner des contraintes de liquidité ;

• le degré d'exposition à différents risques et à l'environnement économique (la variabilité des prix des actifs financiers et immobiliers, mais aussi les risques liés au revenu, au chômage, à la santé [5], etc.).

Nous proposons ici d'identifier les déterminants de la décision pour un ménage de détenir l'un des produits suivants :

• des actifs financiers « risqués » sous la forme d'actions détenues directement ou indirectement ;

• de l'immobilier sous forme de résidence principale ;

• de l'immobilier sous la forme de logements de rapport.

Si les évolutions des prix des actifs et de leur volatilité sont des éléments majeurs pour les décisions d'allocations d'actifs des agents, nous nous attachons dans cette analyse à identifier essentiellement les déterminants individuels des choix de portefeuille. À la suite de la crise financière de 2008-2009, ces actifs ont connu de fortes variations de prix et leur diffusion au sein de la population s'est significativement modifiée. Les ménages étaient moins nombreux fin 2009 (15,4 % contre 18,1 % en 2004) à détenir des actifs financiers risqués sous la forme d'actions ou de participations à des fonds communs de placements à dominante actions [6]. En revanche, le pourcentage de ménages propriétaires de leur résidence principale a été stable (58 % environ) et la part des ménages détenant des logements de rapport s'est accrue, passant de 10,9 % à 13,7 % (cf. Chaput *et al.*, 2010 et 2011).

2|1 Les disparités de la détention du logement principal : les effets déterminants des ressources et du cycle de vie

Les actifs immobiliers occupent une place particulière dans le processus d'accumulation de la richesse et d'investissement des ménages car ils satisfont également un service « habitat ».

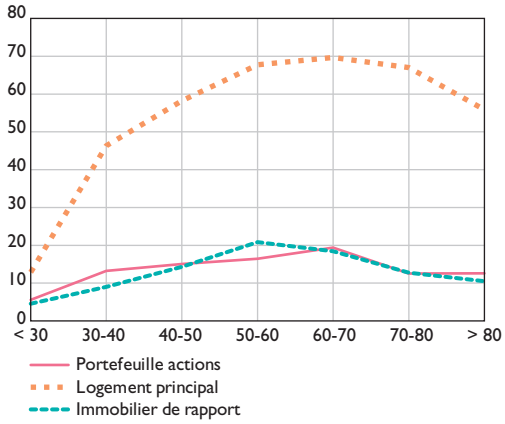
5 *Dans les variables décrivant l'environnement économique, on peut également intégrer les variables de fiscalité. Dans cette analyse en coupe cependant, elles ne peuvent pas être prises en compte. En revanche, dans une approche de type portefeuille de telles variables sont à considérer.*

6 *Les unités de comptes de l'assurance-vie ne sont pas prises en compte dans cette analyse.*

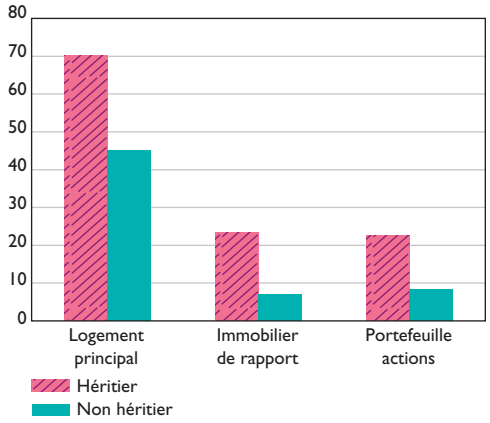
Graphiques 1 Pourcentage de ménages détenteurs du logement principal, d'immobilier de rapport et de portefeuille investi en actions en fonction des principaux facteurs explicatifs

(en %)

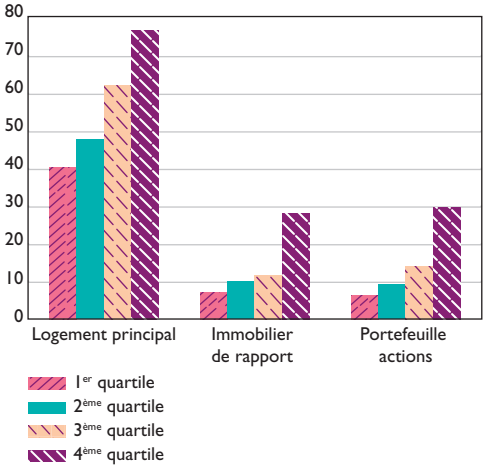
a) Taux de détention par classe d'âge



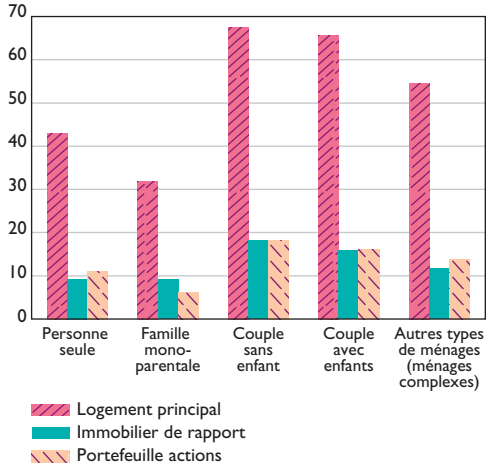
b) Taux de détention pour les ménages dont l'un des membres a reçu un héritage ou une donation



c) Taux de détention en fonction des revenus du travail du ménage



d) Taux de détention en fonction de la composition du ménage



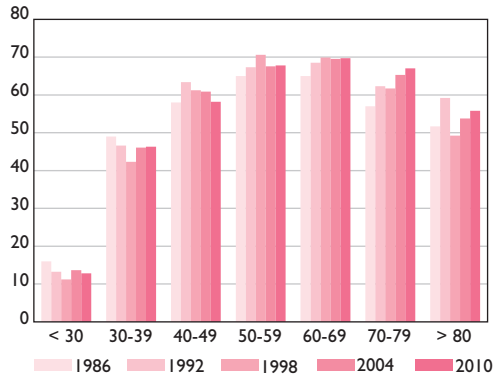
Sources : Enquête Patrimoine 2010 (Insee), calculs des auteurs

Pour bon nombre de ménages, l'acquisition du logement principal demeure le projet patrimonial central de leurs comportements d'accumulation. Les ressources des ménages et leur position dans le cycle de vie sont des facteurs déterminants pour expliquer les disparités liées à la détention de la résidence principale. Il y a ainsi deux fois moins de propriétaires parmi les ménages dont les revenus se situent dans les 25 % les moins élevés de la population que parmi les 25 % les plus aisés (40 %, contre 76,7 %, cf. graphique 1.c). De la même façon, seulement 45 % des ménages qui n'ont pas bénéficié d'un héritage sont propriétaires de leur résidence principale alors que cette proportion s'élève à 70 % pour les héritiers (cf. graphique 1.b). Cet effet significatif des transferts intergénérationnels est vérifié toutes choses égales par ailleurs, en particulier à niveau de ressources et à âge donnés [7].

7 *Il s'agit du résultat de l'estimation d'un modèle* probit *où la détention de la résidence principale est expliquée par les variables suivantes : niveau de patrimoine global (ou financier), revenu, risque sur le marché du travail, diplôme, niveau social du ménage, âge de la personne de référence, composition familiale, réception d'héritage ou donation, préférence de l'épargnant (aversion au risque, préférence pour le présent), contrainte de liquidité, présence d'actions chez les parents.*

Graphique 2 Évolution du pourcentage de ménages propriétaires (résidence principale) depuis 1986 par classe d'âge

(en %)



Champ : Ménages ordinaires résidant en France métropolitaine
Sources : Enquêtes Patrimoine 1986, 1992, 1998, 2004 et 2010 (Insee), calculs des auteurs

À ressources données, l'âge a un effet fortement croissant sur la probabilité de posséder sa résidence principale jusqu'à 50 ans, âge à partir duquel elle reste relativement constante (elle ne décroît légèrement qu'après 80 ans). Ainsi, à peine plus de 10 % de la classe d'âge des moins de 30 ans est propriétaire ou accédant de son logement, alors que la diffusion de ce bien concerne plus de 70 % des ménages entre 50 et 70 ans (cf. graphique 1.a). Cet effet de cycle de vie se combine à un effet de génération défavorable aux plus jeunes. Sur longue période, depuis 1986, on observe un recul du nombre de propriétaires de moins de 40 ans (cf. graphique 2), Ce phénomène peut avoir plusieurs origines. Les jeunes générations et en particuliers les primo-accédants sont particulièrement sensibles aux conditions macroéconomiques (qui se caractérisent notamment par une forte augmentation des prix immobiliers sur la période). Par ailleurs, le recul de l'âge d'entrée dans la vie active, l'allongement de la durée de vie, l'accroissement corrélatif de l'âge auquel les jeunes générations reçoivent des transferts intergénérationnels sous forme d'héritage sont aussi des éléments susceptibles d'influer sur la détention de biens immobiliers en début de cycle de vie.

Toutes choses égales par ailleurs, la composition du ménage explique également la propension à détenir son logement. Les couples (avec ou sans enfant) possèdent plus souvent leur logement que les autres types de ménages. Enfin, la localisation géographique, qui s'accompagne de nettes disparités entre les prix immobiliers, ainsi que la taille et la disponibilité du parc locatif, sont également déterminantes : les parisiens sont par exemple moins souvent détenteurs de leur résidence principale.

2|2 L'investissement en actions et en logements de rapport : les dimensions communes de leur logique d'accumulation

Ce sont tout d'abord des actifs dont la détention ne devient significative que dans les hauts patrimoines, les hauts revenus, et chez les titulaires d'un diplôme élevé. Les taux de diffusion sont multipliés par quatre à cinq entre les faibles et les hauts revenus et se situent autour de 30 % pour les derniers quartiles (cf. graphique 1.c). Les héritiers, à patrimoine donné, sont également plus fréquemment (trois fois plus) détenteurs : le taux de diffusion est pour eux proche de 25 % pour l'un et l'autre de ces deux actifs. Comparés aux non-diplômés, les ménages titulaires d'un diplôme de l'enseignement supérieur sont sept fois plus nombreux à détenir des actions (30 %) et quatre fois plus à posséder d'autres logements (24 %).

Nos analyses économétriques complémentaires mettent en évidence que le fait d'être confrontés à d'autres risques, en particulier ceux liés au marché du travail, réduit la probabilité qu'un ménage investisse en actions ou en immobilier de rapport.

Il semble que l'effet de la composition du ménage soit différent sur la détention d'immobilier de rapport et sur celle d'un portefeuille investi en actions. Les couples avec enfants, toutes choses égales par ailleurs, semblent se détourner du marché boursier alors qu'ils sont plus souvent propriétaires d'un autre logement. Un motif de précaution sans doute plus prononcé dans les familles nombreuses pourrait expliquer qu'elles se détournent d'actifs qu'elles jugent risqués et simultanément investissent d'avantage dans des placements de « bons pères de famille ». Les placements immobiliers répondent peut-être aussi d'avantage au motif de transmission des parents.

Enfin, la diffusion de l'immobilier de rapport selon l'âge montre un effet de cycle de vie, similaire à celui observé pour la détention du logement principal (cf. graphique 1.a). Les effets d'âge sont en revanche moins marqués en ce qui concerne les actifs financiers risqués et non vérifiés par l'analyse économétrique.

Si les logiques d'accumulation de la résidence principale et des investissements dans d'autres logements et en portefeuilles financiers risqués ne sont pas identiques, elles ne sont pas pour autant

indépendantes. En effet, on peut montrer que le montant investi par le ménage dans sa résidence principale peut jouer un rôle sur la part du patrimoine financier investie en actions : à patrimoine financier donné, plus un ménage a investi dans son logement, en particulier en s'endettant, plus son exposition au risque est importante et moins il est incité à investir sur le marché boursier (Arrondel et Savignac, 2010).

3| La gestion des risques par les ménages pendant la crise

Une fois mis en évidence les principaux déterminants socio-démographiques des logiques d'accumulation des différents actifs par les ménages, il reste à cerner les facteurs explicatifs de la prudence de leurs investissements pendant la crise : d'une part, les changements de l'environnement économique et financier ont pu affecter les ressources, contraintes et anticipations des ménages ; d'autre part, ces évolutions ont également pu entraîner des modifications des préférences mêmes des individus.

3|1 L'aversion pour le risque s'est accrue entre 2004 et 2010

D'après les mesures disponibles [8], le niveau d'aversion pour le risque a augmenté en moyenne pendant la crise : les ménages sont plus nombreux en 2010 (63,6 %, contre 58,3 % en 2004) à se situer dans la catégorie de « forte aversion pour le risque » [9].

Le degré d'aversion pour le risque est lié aux caractéristiques des individus (cf. tableau 8). Les hommes ont, en moyenne, un goût plus prononcé pour le risque que les femmes. Ces dernières sont plus nombreuses à être classées dans la catégorie « forte aversion » pour le risque (70 %, contre 57 %) et seulement 14 % d'entre elles (contre 25 % des hommes) manifestent une aversion pour le risque « faible » ou « très faible ». Le tableau 8 illustre également l'accroissement de la tolérance au risque avec le niveau de revenu et sa corrélation négative avec l'âge : en vieillissant les individus deviennent moins tolérants vis-à-vis du risque. Enfin, l'attitude des individus vis-à-vis du risque est également liée à leur histoire familiale [10] : l'aversion

Tableau 8 Répartition de la population par degré d'aversion pour le risque en 2009

(en %)

	Aversion pour le risque			
	Forte	Moyenne	Faible	Très faible
Hommes	**56,8**	**17,7**	**15,1**	**10,4**
Femmes	**70,1**	**15,9**	**9,7**	**4,3**
Âge				
< 30	49,8	22,5	17,6	10,1
30-45	54,9	19,7	14,9	10,5
45-64	65,8	18,2	9,9	6,1
> 65	79,7	7,1	10,1	3,1
Revenus				
1er quartile	65,0	16,2	12,4	6,4
4ème quartile	58,8	17,4	14,4	9,4
Passé familial				
Parents actionnaires	41,8	29,6	18,0	10,6
Parents non actionnaires	65,7	15,6	11,8	6,9
Enfants de commerçant, chef d'entreprise, profession libérale	56,4	19,0	13,3	11,3
Enfants d'ouvriers	68,4	13,3	12,2	6,1
Ensemble de la population	**63,6**	**16,8**	**12,4**	**7,3**

Champ : Ménages ordinaires résidant en France métropolitaine
Sources : Enquête Patrimoine 2010 (Insee), calculs des auteurs

8 *Plusieurs mesures sont utilisées dans la littérature afin d'évaluer l'aversion des individus pour le risque : échelle de risque, loterie, scores (cf. Arrondel, Masson et Verger, 2004). La mesure la plus connue et la plus utilisée est celle de l'aversion relative proposée par Barsky et al. (1997). Elle permet de classer les individus en quatre catégories, des moins aux plus tolérants au risque, à partir de questions qui leur sont posées sous la forme de loterie (cf. annexe 2). Sur la base de ces informations collectées dans les enquêtes Patrimoine 2004 et 2010, il est ainsi possible d'examiner l'évolution des préférences des ménages en France avant et pendant la crise financière de 2008-2009.*

9 *Sur plus longue période, cette tendance semble se confirmer : la proportion de ménages à se situer dans la catégorie de « forte aversion pour le risque » en 2004 était déjà supérieure à celle mesurée en 1998 (43 % selon les calculs des auteurs).*

10 *L'analyse économétrique des déterminants de l'aversion pour le risque (via l'estimation d'un modèle probit ordonné) confirment que ces conclusions sont vérifiées « toutes choses égales par ailleurs ».*

pour le risque est moins prononcée lorsque les parents avaient eux-mêmes des portefeuilles investis en actions. De même, les enfants de commerçants, chefs d'entreprise ou de parents exerçant une profession libérale sont en moyenne plus tolérants vis-à-vis du risque que les enfants d'ouvriers.

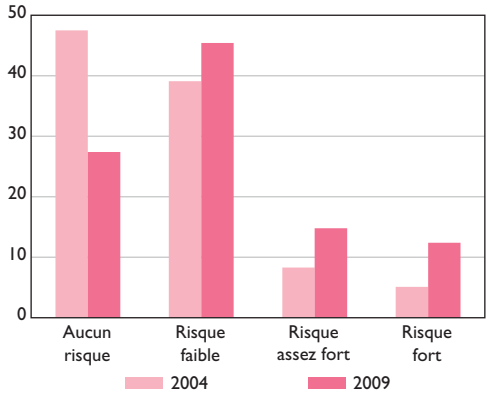
Certains auteurs ont cependant critiqué cette mesure « à la Barsky *et al.* » de tolérance au risque des individus car elle peut également refléter les incertitudes du moment plutôt que les « préférences » intrinsèques des individus (cf. Mansky 2004). Ainsi, l'aversion pour le risque mesurée serait plutôt « induite » et non « pure » car affectée par les risques exogènes subis par les individus. Il n'en demeure pas moins que cette tendance est une des dimensions susceptibles d'expliquer le moindre attrait des Français pour les actifs risqués [11].

3|2 La perception du risque de chômage s'est également accrue

Une mesure de la perception du risque de chômage est collectée dans l'enquête Patrimoine en demandant à la personne enquêtée d'évaluer le risque qu'elle se retrouve sans emploi (chômage, faillite...) sur un horizon de cinq ans grâce à une échelle comprenant quatre positions (entre aucun risque et une quasi-certitude). Avec la crise, les ménages ont modifié leurs anticipations en matière de chômage et sont devenus plus pessimistes : entre 2004 et 2010 (cf. graphique 3), la proportion de ménages en activité qui anticipent un risque « assez fort » ou un « risque fort » double, passant de 13,4 % à 27,2 %. Même si l'on constate que cette perspective concerne l'ensemble de la population, elle est, comme on peut s'y attendre, relativement plus forte pour les non-diplômés, les jeunes et certaines catégories sociales (ouvriers, employés).

Graphique 3 Évolution du risque perçu de se retrouver sans emploi

(en % d'individus)



Champ : Population active parmi les ménages ordinaires
Sources : Enquêtes Patrimoine 2004 et 2010 (Insee), calculs des auteurs

3|3 Des revenus futurs perçus comme plus aléatoires

Les anticipations des ménages concernant l'évolution de leurs revenus futurs du travail peuvent également être cernées grâce aux enquêtes Patrimoine 2004 et 2010 (Insee). La méthode usuelle consiste à leur proposer d'affecter 100 points entre différents taux de variation possibles (de 0 à 10 %, de 10 à 25 %, plus de 25 %) sur les cinq ans à venir, à la hausse, à la baisse ou sans changement. Cette information permet de reconstituer la distribution des revenus futurs qu'anticipe l'enquêté et d'en déduire la moyenne et la variance [12].

Globalement, les ménages anticipent en fin 2009-début 2010 une hausse moyenne de leurs revenus nominaux de l'ordre de 3,4 % sur les cinq prochaines années. En 2004, cette hausse anticipée n'était que de 1,1 %, ce qui tendrait à laisser penser que les perspectives à 5 ans sont plus optimistes en 2010 qu'en 2004. Cependant, la variance des revenus futurs a eu tendance à augmenter sur la période, ce qui traduit également un accroissement de l'incertitude. Là encore, cette évolution est susceptible d'expliquer des comportements plus prudents en termes de gestion de patrimoine.

11 *Les comparaisons internationales qui pourront être menées à partir de l'Enquête de l'Eurosystème* Household Finance and Consumption Survey *permettront d'approfondir cette analyse.*
12 *Placer, par exemple, 50 points dans la tranche supérieure (hausse de plus de 25 %) et 50 points dans la tranche inférieure (baisse supérieure à 25 %) correspond à une moyenne anticipée nulle mais à un risque (une variance) maximal – une distribution uniforme pouvant traduire, quant à elle, une incertitude totale de l'enquêté face à l'avenir…*

3|4 Un accès plus limité à l'endettement immobilier des ménages les plus jeunes et les plus modestes

Les évolutions des actifs des ménages, en particulier de leur patrimoine immobilier, ne peuvent se comprendre sans tenir compte des modifications de comportement en matière d'endettement. En effet, pour nombre de ménages, contracter un emprunt bancaire pour l'achat d'un bien immobilier, notamment la résidence principale, est une décision particulièrement importante et qui présente selon les circonstances, un risque plus ou moins grand. À cet égard, la crise financière de 2008-2009 s'est accompagnée d'une modification des conditions d'accès des ménages au crédit immobilier. Au plan macroéconomique, le taux de croissance annuel des encours de crédits à l'habitat des ménages atteignait 15,0 % en 2006 (après 14,8 % en 2005). Il est revenu à 8,6 % en 2008 et 3,9 % en 2009 avant de remonter à 8,0 % en 2010 [13]. Le freinage intervenu à l'occasion de la crise a touché aussi bien la demande que l'offre de prêts qui se sont toutes deux trouvées affectées par l'évolution des conditions de taux et des anticipations de prix. Les épargnants ont ainsi été placés devant un dilemme, l'envie qu'ils pouvaient avoir de profiter de conditions de taux exceptionnellement avantageuses étant contrariée par la crainte de subir une correction à la baisse du prix de leurs acquisitions.

L'enquête Patrimoine 2010 fournit l'occasion d'étudier les caractéristiques (catégories socioprofessionnelles, diplôme, âge, composition de la famille) de différentes populations d'emprunteurs [14] :

- les ménages ayant contracté des emprunts immobiliers en 2005 ou 2006, période antérieure à la crise (qualifiée par la suite d'« avant-crise ») et d'évidente surchauffe immobilière ;

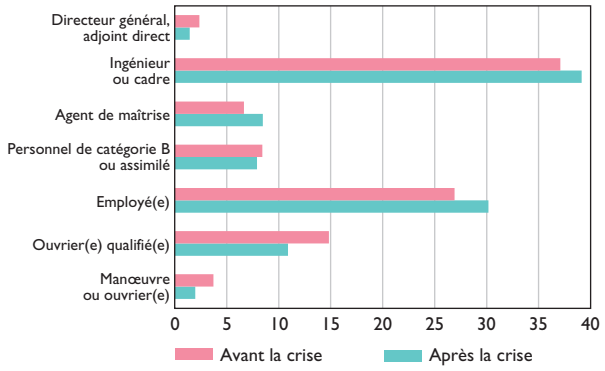
- les ménages qui se sont endettés en 2008 ou 2009, soit après le déclenchement de la crise (« après-crise »), période où, en France, l'incertitude sur l'orientation de la conjoncture immobilière avait singulièrement augmenté.

Pendant la crise, les catégories socio-professionnelles les plus modestes ont été moins présentes sur le marché immobilier : parmi les emprunteurs, la proportion des ouvriers, qualifiés ou non, a été sensiblement réduite, alors que celle des ingénieurs et cadres, des agents de maîtrise, catégories plus à

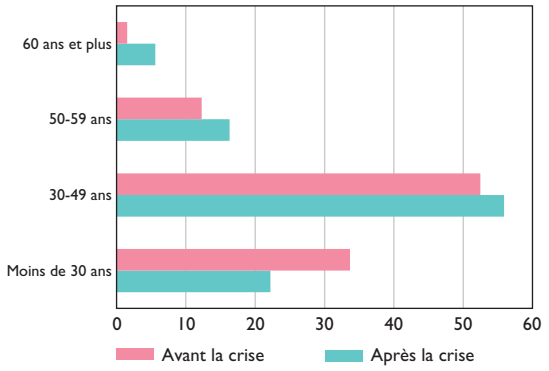
Graphiques 4 Répartition des souscripteurs de crédits immobiliers

(en %)

a) Selon la position professionnelle du chef de famille



b) Selon l'âge du chef de famille au moment du prêt



Source : Enquête Patrimoine 2009 (Insee)

13 *Le présent* Bulletin *comporte également un article détaillant l'évolution du crédit à l'habitat en 2010 et début 2011 (Gouteron et Wicky, 2011).*

14 *Les différences notables qui peuvent ainsi être mises en évidence entre ces deux populations sont la résultante, d'une part, du comportement des banques en matière de distribution de crédit et de sélection des emprunteurs et, d'autre part, de l'évolution de la demande des candidats emprunteurs. En effet, les banques ont eu la possibilité d'affiner les critères de choix des bénéficiaires de leurs prêts dans cette phase de contraction du marché (le montant de la distribution de prêts nouveaux à l'habitat est tombé de 156 milliards d'euros en 2006 à 89 milliards en 2009). Dans le même temps, les emprunteurs ont été confrontés à une situation de risque de baisse des prix, mais aussi de taux évoluant rapidement (franche remontée en 2007 et 2008, baisse accentuée ensuite) et ont pris la décision de s'endetter en dépit d'un contexte particulièrement incertain.*

15 *Des travaux économétriques complémentaires (estimation de modèle qualitatif du type* logit*) ont permis de vérifier que ces résultats étaient vérifiés toutes choses égales par ailleurs.*

même de supporter un risque financier accru, s'est quelque peu renforcée (cf. graphique 4.a [15]). On note également la baisse sensible des personnes non ou peu diplômés parmi les nouveaux emprunteurs après 2007. Ceci pourrait être interprété comme le signe de l'importance de la capacité du ménage à bénéficier de ressources financières au long de son cycle de vie pour contracter un crédit en dépit des incertitudes économiques.

La répartition par âge des emprunteurs s'est également modifiée au cours du temps : la part des ménages dont la personne de référence (le ou la « chef de famille ») était âgée de moins de 30 ans au moment de l'obtention du prêt a fortement diminué au profit des autres tranches d'âges (cf. graphique 4.b). Cet effet est probablement le résultat de l'effet de la conjoncture, combiné aux évolutions structurelles de vieillissement de la population.

Tout au long de son existence, que ce soit pour se loger, se constituer une encaisse de précaution face aux aléas de la vie, préparer sa retraite ou encore la transmission de son patrimoine, chaque individu doit choisir comment répartir ses avoirs entre des actifs plus ou moins risqués, plus ou moins liquides ou de nature différente, et ce dans un environnement macroéconomique changeant.

L'analyse des portefeuilles et de leurs évolutions souligne la réaction de prudence qu'ont eue les ménages en France à l'occasion de la crise financière. On note ainsi une relative désaffection pour les valeurs mobilières, une attirance accrue pour les acquisitions immobilières et une sensibilité persistante aux incitations fiscales dont profite notamment l'assurance-vie.

Cette prudence traduit à la fois un recul de la propension à prendre des risques économiques et financiers et une poussée de pessimisme, à la suite de la crise, sur les évolutions économiques auxquelles les ménages risquent d'être confrontés : chômage, baisse du revenu ou encore exclusion du marché immobilier. De tous ces risques, les ménages tiennent compte pour constituer leur portefeuille de placements.

Ces observations soulignent la difficulté des décisions qui incombent aux ménages en matière de gestion de leur patrimoine. Elles justifient d'autant plus l'action des régulateurs et de la banque centrale, qui s'attachent à développer l'éducation financière du public, à encadrer les pratiques de commercialisation des professionnels et intermédiaires financiers et à veiller au maintien de conditions propices à la stabilité du système financier.

Bibliographie

Arrondel (L.), Borgy (V.) et Savignac (F.) (2011)
« Épargne et choix de portefeuille des ménages : approches micro et macroéconomiques », *Bulletin de la Banque de France*, n° 184, p. 45-57

Arrondel (L.), Masson (A.) et Verger (D.) (2004)
« Les comportements de l'épargnant à l'égard du risque et du temps », *Économie et Statistique*, n° 374-375, p. 9-19

Arrondel (L.) et Savignac (F.) (2010)
"Housing and portfolio choices in France", dans *"Housing markets in Europe: a macroeconomic perspective"*, O. De Bandt *et al.* (Eds), Springer, p. 337-358

Barsky (R. B.), Juster (T. F.), Kimball (M. S.) et Shapiro (M. D.) (1997)
"Preference parameters and behavioral heterogeneity: an experimental approach in the health and retirement study", *Quarterly Journal of Economics*, vol. CXII, p. 537-580

Benne (C.) et Peuillet (A.) (2011)
« L'assurance-vie en 2010 : une composante majeure du patrimoine des ménages », *Insee première* n°1361

Chaput (H.), Kim-Hoa (L. K.), Salembier (L.) et Solard (J.) (2010)
« Patrimoine des ménages début 2010. Une recomposition au détriment de l'épargne-logement », *Insee première*, n° 1325, novembre

Chaput (H.) et Salembier (L.) (2011)
« Les choix de détention patrimoniale des ménages ne sont pas seulement liés à leurs ressources », *Insee* Référence, *Revenus et patrimoine des ménages*, Édition 2011

Gouteron (S.) et Wicky (Y.) (2011)
« Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes», *Bulletin de la Banque de France*, n °185

Manski (C. F.) (2004)
"Measuring expectations", Econometrica, vol. 72, n° 5, p. 1329-1376

Annexe 1

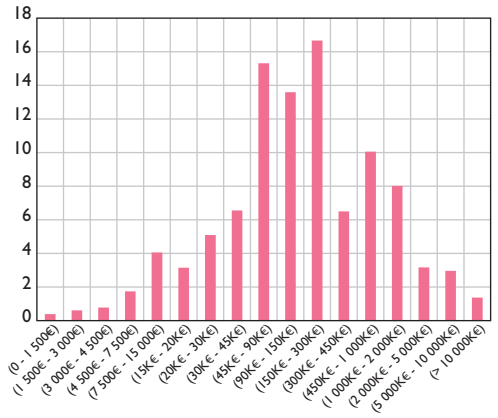
Qui détient les contrats d'assurance-vie ?

La détention d'assurance-vie est fortement concentrée

L'assurance-vie constitue pour les ménages français un placement particulièrement attractif : près de dix millions en détiennent pour un encours que les comptes nationaux évaluent à environ 1 113,8 milliards d'euros fin 2009. L'enquête patrimoine 2010 apporte un éclairage intéressant sur la répartition de la détention de ces contrats. Près des deux tiers de l'encours total sont détenus par des ménages dont l'encours dépasse 90 000 euros. Le graphique A illustre le caractère fortement concentré de cette distribution.

Graphique A Répartition de l'encours de contrats d'assurance-vie par tranche détenue

(en % de l'encours total)



Champ : Ménages ordinaires résidant en France métropolitaine
Sources : Enquête Patrimoine 2010 (Insee), calculs des auteurs

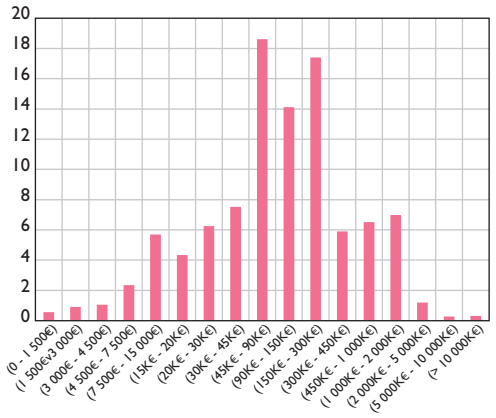
La distribution de l'encours des contrats d'assurance-vie par tranche de montant détenu par ménage est assez différente pour les contrats en euros et pour les contrats en unités de compte (UC) (cf. graphiques B et C).

L'encours des contrats en euros est nettement moins concentré sur les tranches supérieures : pour ce type de contrat, les tranches supérieures à 90 000 euros représentent 53 % du total, proportion qui s'élève à plus de 85 % pour les contrats en unités de compte.

En allant encore un peu plus haut dans la distribution, on relève que les tranches de montant détenu par ménage supérieures à 1 000 000 euros représentent 38 % de l'encours des contrats en UC, contre 8 % de celui des contrats en euros.

Graphique B Répartition de l'encours de contrats en euros par tranche détenue

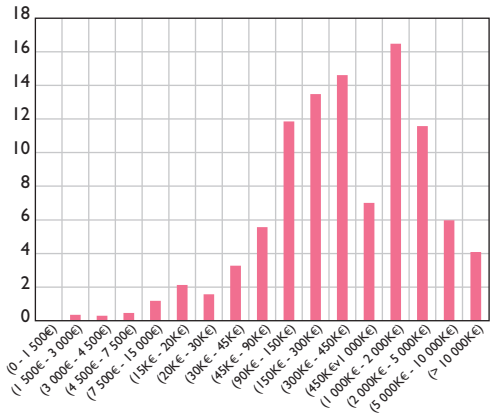
(en % de l'encours total)



Champ : Ménages ordinaires résidant en France métropolitaine
Sources : Enquête Patrimoine 2010 (Insee), calculs des auteurs

Graphique C Répartition de l'encours de contrats en unités de compte par tranche détenue

(en % de l'encours total)



Champ : Ménages ordinaires résidant en France métropolitaine
Sources : Enquête Patrimoine 2010 (Insee), calculs des auteurs

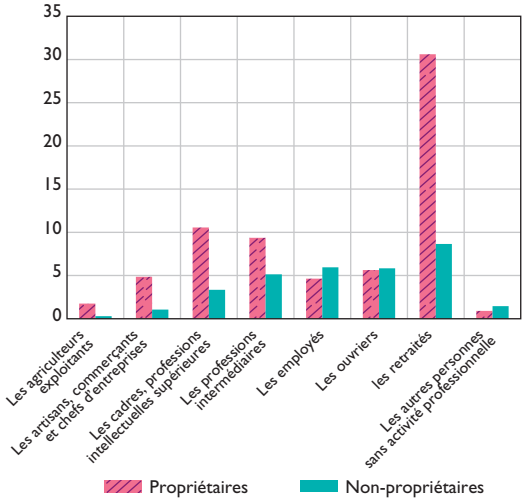
Les détenteurs d'assurance-vie sont le plus souvent aussi propriétaires d'un patrimoine immobilier

La constitution d'un patrimoine immobilier, en particulier l'acquisition de la résidence principale, et la souscription de contrats d'assurance-vie sont fréquemment présentées comme des dispositions appropriées de préparation à la baisse du revenu qu'entraîne le plus souvent le départ en retraite. La première permet de disposer d'un supplément de revenu (immobilier locatif) ou de réduire le montant des ressources à consacrer au logement (résidence principale) dès lors que le remboursement des emprunts est achevé. La seconde permet d'accumuler une réserve financière dans des conditions en général fiscalement avantageuses.

On peut dès lors se demander comment les ménages combinent l'utilisation de ces deux possibilités. Comme attendu, la détention d'assurance-vie est en général plus fréquente chez les propriétaires d'un patrimoine immobilier que chez les non-propriétaires, les portefeuilles des ménages les plus riches étant généralement les plus diversifiés : ainsi, 31 % des détenteurs d'un contrat d'assurance-vie sont des retraités propriétaires d'un patrimoine immobilier, contre 8 % pour les retraités non propriétaires. Cette différence entre propriétaires et non-propriétaires reste marquée pour les différentes catégories socioprofessionnelles hormis celles des employés et des ouvriers (cf. graphique D).

Graphique D Répartition des détenteurs d'assurance-vie en fonction de la CSP et de la possession d'un patrimoine immobilier

(en % des détenteurs d'assurance-vie)



Champ : Ménages ordinaires résidant en France métropolitaine
Source : Enquête Patrimoine 2010 (Insee), calculs des auteurs

Annexe 2

Évaluer l'aversion pour le risque

Pour évaluer l'aversion pour le risque d'un individu, l'enquête Patrimoine 2010 adopte la méthodologie proposée par Barsky *et al.* (1997). Le protocole consiste à déterminer séquentiellement si l'enquêté serait prêt à renoncer à son revenu actuel (supposé être le revenu sur le reste de sa vie), garanti par un contrat A, pour accepter d'autres contrats, proposés sous forme de loteries : soit une chance sur deux de doubler son revenu, et une chance sur deux de le voir diminuer d'un tiers (contrat B), de moitié (contrat C), et d'un cinquième (contrat D). Le détail des questions est reproduit ci-contre.

En fonction des réponses à ces questions, quatre degrés d'aversion pour le risque peuvent être définis (cf. tableau ci-dessous).

Correspondance entre les réponses aux questions de loterie et le degré d'aversion pour le risque

Réponses aux loteries		Aversion pour le risque
Rejet du contrat B	**Rejet du contrat D**	Forte aversion
	Acceptation du contrat D	Aversion moyenne
Acceptation du contrat B	**Rejet du contrat C**	Aversion faible
	Acceptation du contrat C	Aversion très faible

À noter qu'en faisant certaines hypothèses sur les préférences des individus (cadre de l'espérance d'utilité, fonction d'utilité isoélastique), une mesure cardinale de l'aversion relative pour le risque peut être calculée :

- elle est inférieure à 1 si l'individu accepte successivement les contrats B et C ;
- elle est comprise entre 1 et 2 s'il accepte B mais refuse C ;
- elle est comprise entre 2 et 3,76 s'il refuse B mais accepte D ;
- elle est supérieure à 3,76 s'il refuse aussi bien D que B.

Questions sur l'attitude face au risque (Source : Enquête Patrimoine 2010, Insee)

« Nous allons maintenant parler de vous et du risque : certains sont particulièrement prudents face à une situation risquée, d'autres sont davantage prêts à tenter leur chance. Vous-même…imaginez la situation suivante :

Vous êtes le seul apporteur de ressources de votre ménage (il n'y a que vous qui travaillez et gagnez un revenu). Votre médecin vous recommande de déménager dans une autre région pour des raisons de santé. Vous devez choisir entre deux nouveaux emplois, A et B.

Le premier (A) vous garantit à vie un revenu équivalent à votre revenu actuel. Le deuxième est plus risqué. Avec le contrat B, vous avez une chance sur deux (50 %) de doubler votre revenu actuel et une chance sur deux (50 %) de le réduire d'un tiers (33 %). Que faites-vous ? »

1. Vous acceptez le contrat B
2. Vous refusez le contrat B et conservez le contrat A

• Si le répondant accepte le contrat B

« Vous avez accepté le contrat B mais il n'est plus disponible, on vous propose à défaut le contrat C. Le contrat C est tel que vous avez une chance sur deux de doubler votre revenu actuel et une chance sur deux de le réduire de moitié (50 %). Que faites-vous ? »

1. Vous acceptez le contrat C
2. Vous refusez le contrat C et conservez le contrat A

• Si le répondant refuse le contrat B

« Vous avez refusé le contrat B, vous gardez donc le contrat A (revenu actuel). On vous en propose cependant un autre. Le contrat D est tel que vous avez une chance sur deux de doubler votre revenu actuel et une chance sur deux de le réduire de 20 %. Que faites-vous ? »

1. Vous acceptez le contrat D
2. Vous refusez le contrat D et conservez le contrat A

Les placements des organismes d'assurance à fin 2010

Sarah GANDOLPHE, Gaël HAUTON et Sandrine VIOL
Secrétariat général de l'Autorité de contrôle prudentiel
Direction des Études

Omar BIROUK et Alain-Nicolas BOULOUX
Direction générale des Statistiques
Direction des Statistiques monétaires et financières

Les placements des assureurs français jouent un rôle important dans le financement de l'économie compte tenu de l'importance de leur encours (près de 1 700 milliards d'euros au total à fin 2010). L'analyse qui en est faite dans le présent article est la troisième du genre. Un de ses principaux apports réside dans la mise en transparence des titres d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) que les organismes d'assurance détiennent en portefeuille, opération permettant de déterminer la nature des bénéficiaires finaux du financement intermédié par le secteur assurantiel. Par ailleurs, l'étude des placements des ménages a été effectuée sur l'ensemble des contrats d'assurance-vie, qu'ils soient libellés en unités de compte ou en euros.

De manière générale, les assureurs n'ont pas changé de façon notable la composition de leur portefeuille par rapport à l'année 2009. Ils restent investis essentiellement en titres de signatures situées en France (40,5 %) et dans les autres pays de la zone euro (34,7 %) : il s'agit principalement de titres de créance à long terme (68,3 %), notamment ceux émis par les États ou les institutions financières. Les actions restent minoritaires (11,6 %, y compris les placements en titres d'OPCVM investis en actions).

La prise en compte des titres de créance détenus de manière indirecte par les assureurs, via *leurs avoirs en titres d'OPCVM, ne modifie ni le rendement ni le niveau de risque de crédit de leurs positions globales sur cette classe d'actifs : le taux de rendement moyen des titres de créance détenus directement et indirectement se situe ainsi peu ou prou au niveau de 4 % avant et après mise en transparence des OPCVM détenus, et leur qualité de crédit reste quasiment inchangée avec une proportion de titres de l'univers «* investment grade *» de l'ordre de 80 %. En revanche, elle se traduit par un allongement de plus d'une année de la durée résiduelle moyenne des portefeuilles concernés, qui approche les dix ans.*

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

Code JEL : G22

NB : Les auteurs tiennent à remercier Franck David, Sylvaine Ravaux et leurs équipes de la direction des Contrôles spécialisés et transversaux au secrétariat général de l'Autorité de contrôle prudentiel pour l'important travail de collecte et de traitement en amont des données qu'ils ont réalisé.

Cette étude sur les placements des organismes d'assurance en 2010 [1], élaborée conjointement par les services de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) et de la direction générale des Statistiques de la Banque de France, est la troisième du genre. Comme les précédentes, elle repose sur l'exploitation des différents états annuels remis sur ce volet par les organismes d'assurance à l'ACP, en les croisant avec les référentiels titres et émetteurs dont dispose la Banque de France [2]. Elle s'appuie en outre, pour l'année 2010, sur les nouveaux états réglementaires remis par les organismes d'assurance dont le contenu normalisé permet d'affiner et d'enrichir l'analyse sous plusieurs angles.

Comme les années précédentes, l'étude distingue deux types d'organismes au sein du secteur des assurances, les assureurs vie et mixtes d'une part et les assureurs non-vie d'autre part. Les assureurs vie et mixtes gèrent la majeure partie des « contrats en euros » et l'ensemble des « contrats en unités de compte », produits d'assurance majoritairement utilisés comme support de l'épargne des ménages. Les assureurs non-vie couvrent la plupart des risques de dommages aux biens et des risques relatifs à la personne : ils prennent essentiellement des engagements à court terme (en moyenne un an) et règlent, en général, les dossiers de sinistres dans un délai inférieur à deux ans, à quelques exceptions près telles que la responsabilité civile ou l'assurance construction. Dans ces conditions, les placements du secteur des assurances sont principalement le fait des organismes pratiquant l'assurance-vie.

L'article décrit dans une première partie la structure des placements des assureurs par type d'instrument, secteur bénéficiaire et zone géographique d'implantation de l'émetteur.

Dans une deuxième partie, l'analyse porte sur les flux de placement des ménages, dont plus de la moitié se dirige vers des produits d'assurance-vie. Une comparaison est effectuée entre les contrats en euros et ceux libellés en unités de compte, distinction fondamentale d'un point de vue prudentiel car le risque est porté par l'assureur dans le premier cas et par l'assuré dans le second.

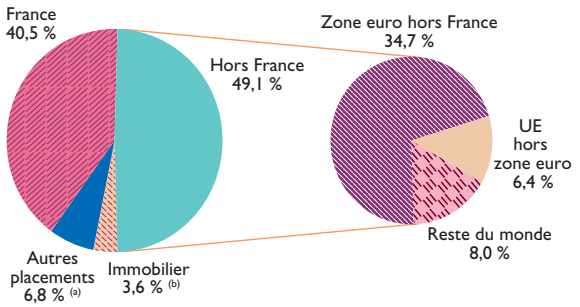
1| Structure des placements des assureurs par type d'instrument et par secteur bénéficiaire

Dans le cadre de cette étude, les placements sont analysés indépendamment des critères prudentiels habituellement mis en œuvre dans le domaine de l'assurance. Les ventilations regroupent ainsi les placements effectués en représentation des engagements réglementés, les placements représentatifs des contrats en unités de compte (UC) et ceux pouvant être qualifiés de « libres », ces derniers correspondant au surplus de fonds propres par rapport aux *minima* réglementaires. La première catégorie représente de loin la part la plus importante des placements (plus de 87 %).

1|1 La répartition géographique et sectorielle des placements

À fin 2010, et après mise en transparence des titres d'OPCVM détenus, les titres émis par des non-résidents représentent 49,1 % du total des placements, proportion en légère hausse par rapport à 2009 (46,4 %).

Graphique 1 Répartition géographique des émetteurs des titres détenus par les assureurs en 2010 (après la mise en transparence des OPCVM)



Note : Total des placements : 1 676 milliards d'euros
(a) Catégorie définie dans l'encadré « Données sources »
(b) Calculé à partir des états agrégés
Sources : Autorité de contrôle prudentiel, Banque de France

1 *Cette étude s'appuie sur l'exploitation de données remises par les organismes d'assurance pour l'arrêté du 31 décembre 2010. Elle ne tient donc pas compte des évolutions intervenues sur les marchés de capitaux depuis le début de l'année 2011.*

2 *Voir « Évolutions récentes de la structure des placements des assureurs »,* Bulletins de la Banque de France *n° 177, 3e trimestre 2009 et n° 181, 3e trimestre 2010*

Données sources

L'analyse est essentiellement effectuée sur la base des états annuels remis à l'ACP par les organismes d'assurance, conformément à l'article A.344-3 du Code des assurances *: état récapitulatif des placements (ERP) et nouveau tableau complémentaire aux états des placements (TCEP) remis à l'ACP depuis 2010, qui recense titre par titre la totalité des actifs détenus et présente selon un format normalisé et enrichi les informations antérieurement fournies dans l'état détaillé des placements.*

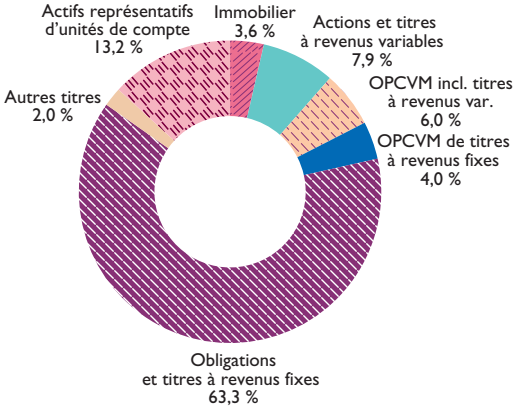
L'étude porte sur un échantillon de 314 sociétés d'assurance du marché français, détenant un montant total de 1 676 milliards d'euros de placements, soit plus de 99 % du total des portefeuilles des organismes d'assurance (hors sociétés de réassurance) régies par le Code des assurances *(1 687 milliards d'euros). Outre les sociétés de réassurance, les institutions de prévoyance et les mutuelles sont exclues de son champ. Sauf mention contraire, les données se réfèrent aux placements en valeur de réalisation [1] au 31 décembre de chaque année considérée. Les placements des assureurs vie et mixtes constituent près de 90 % des actifs des assureurs de l'échantillon, soit une part identique à celle observée pour le secteur pris dans son ensemble.*

*Le tableau complémentaire aux états des placements est exploité de façon à obtenir une ventilation de l'ensemble des portefeuilles par type d'instrument financier, zone géographique et secteur émetteur, ainsi qu'en fonction de caractéristiques de durée et de rendement des supports d'investissement. Par ailleurs, la mise en transparence des titres d'OPCVM détenus par les assureurs, rendue possible par l'exploitation des données sur les OPCVM français collectées par la Banque de France, permet d'identifier dans une très large mesure les bénéficiaires ultimes des investissements, ce traitement consistant à substituer aux titres d'OPCVM détenus par les assureurs les titres dans lesquels les titres d'OPCVM en question investissent. Lorsque certains instruments ne peuvent être identifiés au moyen d'un code ISIN (*International Securities Identification Numbers*) ou de tout autre attribut, ces actifs sont regroupés dans le poste « Autres placements » : tel est le cas des actions non cotées, des actifs immobiliers (identifiés en tant que tels dans les états récapitulatifs) ou des produits dérivés, qui, selon les cas, ne sont pas repris dans les tableaux complémentaires détaillés ou y représentent une part inférieure à celle ressortant des états récapitulatifs correspondants. Ainsi, la part des actions détenues en direct pouvant être identifiées dans les tableaux complémentaires*

.../...

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

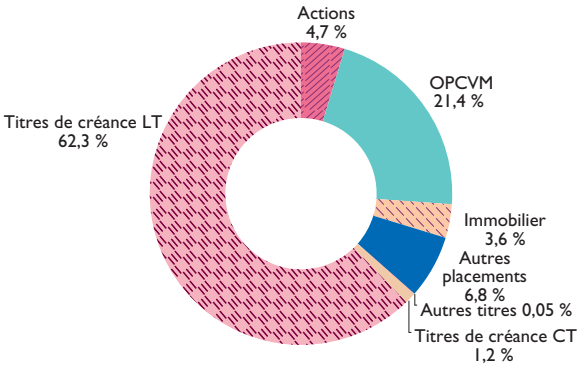
Structure des placements des assureurs au 31 décembre 2010 (états agrégés)



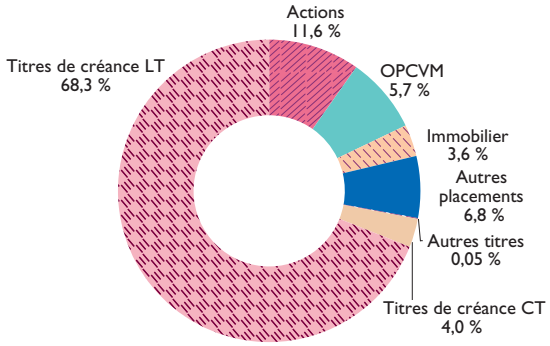
Note : Total des placements : 1 687 milliards d'euros
Source : Autorité de contrôle prudentiel

Structure des placements des assureurs au 31 décembre 2010 (états détaillés)

• **Avant la mise en transparence des OPCVM**



• **Après la mise en transparence des OPCVM**



Note : Total des placements : 1 676 milliards d'euros
Sources : Autorité de contrôle prudentiel, Banque de France

détaillés est nettement inférieure à ce qu'elle représente dans les états récapitulatifs (4,7 % contre 7,9 %). Bien évidemment, la mise en transparence des OPCVM, en permettant d'identifier également les actions figurant au portefeuille de ces OPCVM, conduit in fine *à relever sensiblement la part de cette catégorie d'instruments au sein des portefeuilles des assureurs (11,6 %).*

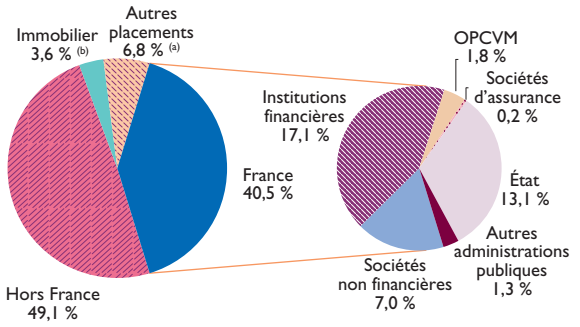
Les graphiques présentent la structure des placements des assureurs au 31 décembre 2010 telle qu'elle ressort des trois sources de données de l'étude : états récapitulatifs des placements, tableaux complémentaires détaillés et données d'OPCVM collectées par la Banque de France [2]. Le premier graphique retrace cette structure selon les informations tirées des états agrégés, qui permettent d'appréhender les placements selon leur nature comptable (immobilier, actions, titres d'OPCVM…). Les deux suivants présentent la structure des placements à partir des données des tableaux complémentaires détaillés, avant et après mise en transparence des OPCVM détenus par les assureurs. La mise en transparence a concerné au total 21,4 % des titres, qui ont pu être répartis au terme de ce processus entre trois catégories d'instruments financiers : titres de créance (8,8 %), actions (6,9 %) et titres d'OPCVM (5,7 %).

2 *Dans les différentes parties de l'étude, les trois sources utilisées sont choisies en fonction du niveau de granularité nécessaire des données relatives aux placements.*

Il s'agit toujours principalement d'émetteurs des autres pays de la zone euro (34,7 % du total des placements, après 35,6 % en 2009), quoique leur part diminue au profit des titres d'émetteurs des autres pays européens (6,4 %, après 4,3 %) et, dans une moindre mesure, des titres d'émetteurs établis hors de l'Union européenne (8 %, après 6,4 %).

Les titres de signatures françaises représentent 40,5 % du portefeuille des assureurs à fin 2010 (après 36,7 % à fin 2009), dont 14,4 % sont émis par les administrations publiques, à commencer par l'État. La part de ces titres publics augmente significativement par rapport à 2009 (12,3 %). Les assureurs ont également accru la part de titres émis par les institutions financières résidentes (hors assurances), celle-ci atteignant 17,1 % contre 14,6 % en 2009. En revanche, la part de leurs avoirs en titres cotés émis par des sociétés non financières résidentes reste à peu près stable (7 %, après 7,1 % en 2009).

Graphique 2 Répartition sectorielle des placements des assureurs en 2010 (après la mise en transparence des OPCVM)



Note : Total des placements : 1 676 milliards d'euros
(a) Catégorie définie dans l'encadré « Données sources »
(b) Calculé à partir des états agrégés
Sources : Autorité de contrôle prudentiel, Banque de France

Tableau 1 Répartition par nature de titre, secteur et zone de résidence des émetteurs des placements des assureurs en 2010 après mise en transparence de leurs titres d'OPCVM en portefeuille

(en % du total des placements)

	France							Zone euro hors France								UE hors zone euro							TOTAL Reste du Monde	TOTAL
	SNF	Institutions financières	OPCVM	Assurances	État	Autres APU	Total France	SNF	Institutions financières	OPCVM	Assurances	État	Autres APU	Autres secteurs	Total ZE hors France	SNF	Institutions financières	OPCVM	Assurances	État	Autres secteurs	Total UE hors ZE		
Titres de créance	2,3	15,9		0,1	13,1	1,3	32,6	2,3	12,0		0,2	13,3	0,3	0,3	28,4	0,7	3,6			0,2	1,3	5,8	5,4	72,3
• Court terme	0,1	2,2			0,4		2,8	0,1	0,5					0,3	0,9		0,2				0,1	0,3	0,0	4,0
• Long terme	2,2	13,6		0,1	12,7	1,2	29,8	2,2	11,6		0,2	13,3	0,3		27,6	0,7	3,4		0,2	0,1	1,2	5,6	5,4	68,3
dont : obligations	2,2	5,0		0,1	12,5	0,7	20,5	1,0	6,7		0,1	11,8	0,2		19,8	0,2	1,1			0,1	0,3	1,7	2,3	44,3
BTMN-EMTN		8,5				0,4	9,0	1,2	4,6			0,1	0,1		6,0	0,4	2,2				0,8	3,4	2,9	21,3
autres TC à long terme	0,0	0,1		0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	0,3		0,1	1,4	0,0		1,8	0,1	0,1		0,2	0,0	0,1	0,5	0,2	2,7
Actions	4,6	1,3		0,1	0,0	0,0	6,0	2,3	0,5		0,2				3,1	0,4	0,1					0,5	2,0	11,6
OPCVM	0,0		1,8				1,8			3,2					3,2			0,1				0,1	0,6	5,7
Immobilier																								3,6
« Autres placements »																								6,8
TOTAL	**7,0**	**17,1**	**1,8**	**0,2**	**13,1**	**1,3**	**40,5**	**4,6**	**12,5**	**3,2**	**0,4**	**13,3**	**0,3**	**0,3**	**34,7**	**1,1**	**3,7**	**0,1**	**0,0**	**0,2**	**1,3**	**6,4**	**8,0**	**100**

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

Comme le montre le tableau 1, la répartition sectorielle des placements en titres émis par les émetteurs installés dans les autres pays de la zone euro est comparable à celle des placements en titres d'émetteurs résidents. Ainsi, la part des titres d'administrations publiques s'élève à 13,6 % des actifs en 2010 (15,1 % en 2009), celle des titres émis par des institutions financières s'établit à 12,5 % (13,2 % en 2009) et celle des titres émis par des sociétés non financières atteint 4,6 % (3,8 % en 2009).

1|2 Les titres de créance

1|2|1 Structure générale du portefeuille des titres de créance

La gestion de l'actif des assureurs apparaît soumise à plusieurs contraintes, à commencer par la nécessité d'être en mesure de faire face à tout moment aux engagements vis-à-vis des assurés en maintenant l'adossement en duration des actifs aux passifs et celle de garantir la rentabilité de l'entreprise tout en tenant compte des contraintes réglementaires. L'existence d'une garantie de taux de rémunération minimum sur les contrats en euros, qui constituent une très large part des contrats d'assurance-vie (85 %), incite toujours les assureurs vie à la détention prépondérante de titres de créance, de préférence à taux fixe, cette classe d'actifs permettant au mieux de répondre à cette contrainte.

En 2010, les titres de créance représentent 72,3 % du total des placements des organismes d'assurance, dont 63 % en détention directe, auxquels s'ajoutent 9,3 % en détention indirecte *via* les titres d'OPCVM en portefeuille. Cette part des titres de créance est en nette progression par rapport à 2009 (66,8 %). L'encours correspondant, après mise en transparence, se décompose comme suit : 4 % de titres à court terme (dont 2,9 % pour les certificats de dépôt), 44,3 % d'obligations, 21,3 % de BMTN-EMTN (bons à moyen terme négociables – *Euro Medium Term Notes*) et 2,7 % d'autres titres à moyen ou long terme (cf. *supra*, tableau 1).

Les évolutions observées entre 2009 et 2010 de la structure de détention des titres de créance des assureurs doivent être analysées avec prudence. D'une part, elles reflètent non seulement des choix de placements mais aussi des effets de valorisation dus aux évolutions des taux d'intérêt : la nette augmentation de la part des obligations (44,3 % en 2010, contre 38 % en 2009) peut ainsi être mise en relation, au moins pour partie, avec la baisse des taux observée au cours de l'année 2010 qui se traduit par une hausse de la valeur de marché des titres. D'autre part, le gain en fiabilité obtenu grâce aux nouveaux états remis par les assureurs a permis d'affiner l'identification des titres et partant, contribué à augmenter la part attribuée aux titres de créance au détriment des « autres placements ».

La répartition sectorielle des émetteurs de ces titres de créance fait ressortir la relative stabilité de la part des titres publics, qui représentent 40 % de l'encours à fin 2010, proportion à peu près inchangée par rapport à 2009. Cela étant, un recentrage s'est clairement opéré en faveur des titres publics français : en 2009, ceux-ci représentaient 44 % des titres publics détenus contre 55 % pour ceux d'autres États membres de la zone euro ; en 2010, leur part s'élève jusqu'à 50,3 %, contre 47 % pour les seconds. Ce recentrage au profit des émetteurs nationaux vaut également pour les titres émis par des institutions financières, dont l'importance globale augmente quelque peu (33,4 %, après 30,9 % en 2009) : en leur sein, la part des titres de signatures résidentes se renforce elle aussi nettement, atteignant 51 % en 2010, contre 47 % en 2009.

1|2|2 Examen des principales caractéristiques des portefeuilles des titres de créance

Les taux de rendement

L'analyse des taux de rendement des portefeuilles, effectuée en 2009 sur les seules poches obligataires, a pu être étendue pour l'exercice 2010 à l'ensemble du portefeuille des titres de créance grâce à l'amélioration du taux de couverture des données (désormais proche de 100 %) et de la qualité des informations recueillies à partir des tableaux complémentaires aux états des placements (TCEP), qui fournissent davantage de caractéristiques sur les titres détenus, ce qui facilite leur croisement avec les référentiels titres gérés par la Banque de France.

Dans le prolongement des constats effectués les années précédentes, l'analyse de la répartition des titres de créance par type de coupon confirme, pour l'année 2010, la prépondérance des titres à taux fixe. Ces derniers représentent 89 % de l'encours total

des titres de créance (dont 1 % pour les titres à zéro coupon) contre 11 % pour les titres à taux variable. Parmi les titres à taux variables, peuvent désormais être distingués les titres indexés sur l'inflation, qui représentent à fin 2010 3,7 % du portefeuille des titres de créance (3,6 % pour les assureurs vie et 4,3 % pour les assureurs non-vie)

Le taux de rendement [3] moyen de l'ensemble du portefeuille des titres de créance, défini comme la moyenne pondérée des taux de rendement de chaque ligne de titres détenue, ne montre pas de différence très significative selon qu'il est calculé avant ou après mise en transparence des OPCVM détenus : de 4,07 % avant mise en transparence, il passe à 4,05 % après mise en transparence. Par ailleurs, ce taux de rendement moyen ressort à un niveau un peu plus élevé pour les assureurs vie et mixtes : après mise en transparence, il s'inscrit à 4,05 % pour ces derniers, contre 3,9 % pour les sociétés d'assurance non-vie.

Sur le segment des obligations émises par les résidents, correspondant à l'échantillon examiné dans les deux études précédentes, le taux de rendement moyen des titres détenus ressort à 3,85 % en 2010, en baisse de 35 points de base par rapport à son niveau de 2009 (4,2 %).

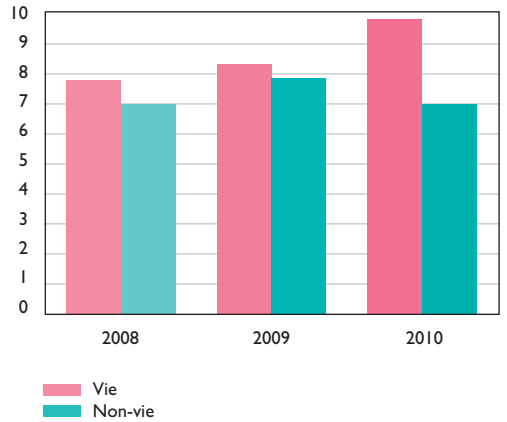
Les taux de rendement constatés doivent néanmoins être mis en regard des autres caractéristiques des titres de créance en portefeuille que constituent leur échéance et leur niveau de risque de crédit.

La durée résiduelle des titres de créance

Avant mise en transparence des OPCVM détenus, la durée résiduelle moyenne du portefeuille de titres de créance des assureurs s'élève à 8,7 ans en 2010 (respectivement 8,8 ans pour l'assurance-vie et 6,8 ans pour l'assurance non-vie). Après mise en transparence des OPCVM, l'horizon de placement apparaît plus éloigné : il passe à 9,8 ans en moyenne, avec une durée moyenne de 10 ans pour les assureurs vie et de 9,1 ans pour les assureurs non-vie. L'allongement de la durée moyenne du portefeuille de titres de créance obtenu *de facto* par l'intermédiaire des OPCVM ne se traduit donc pas par un relèvement de son rendement moyen (cf. *supra*).

Graphique 3 Évolution de la durée résiduelle moyenne du portefeuille des titres obligataires de signature française détenus par les assureurs (après la mise en transparence)

(en années)



Source : Banque de France

À s'en tenir aux placements en obligations émises par des résidents, qui avaient fait l'objet d'un examen spécifique en 2009 et 2008, la durée résiduelle moyenne s'établit en 2010 à 7 années pour les assureurs non-vie et retrouve le niveau de 2008. En revanche, elle s'allonge encore pour les assureurs vie pour atteindre 9,8 années.

Le niveau de risque de crédit

Dans le cadre de la présente étude, le risque de crédit a été apprécié au travers de l'examen ligne à ligne de la notation des titres ainsi que de leurs conditions d'éligibilité au refinancement de l'Eurosystème.

L'analyse de la notation des titres de créances détenus par les assureurs fait ressortir la qualité des portefeuilles, constitués à près de 83 % de titres de catégorie « *investment grade* [4] » avant mise en transparence des OPCVM. Certes, après mise en transparence, cette proportion ressort en légère baisse, à 78 %. Toutefois, la différence provient en partie d'une augmentation de 10 % à 14 % de la part des titres non notés (dont les deux tiers sont émis par des résidents). Il n'y a donc pas eu d'accroissement à due concurrence de la part des titres « *speculative grade* », qui demeure contenue à 8 % en 2010 même si elle est en hausse par rapport à 2009 (3 %). L'examen

3 *Dans le cas des obligations versant un coupon variable, un taux moyen annuel de l'indice de référence a été retenu.*

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

de la qualité du portefeuille au regard des critères d'éligibilité au refinancement de l'Eurosystème aboutit à un résultat équivalent : les portefeuilles de titres de créance des assureurs sont constitués respectivement de 83 % et 80 % de titres éligibles, avant et après mise en transparence des OPCVM.

1|2|3 La détention d'« obligations sécurisées » [5]

Les obligations dites « sécurisées » [6], titres de créance assortis de garanties spécifiques et bénéficiant en principe des meilleures notations, peuvent apparaître aujourd'hui comme des supports d'investissement relativement attractifs par rapport aux titres souverains ou aux obligations bancaires, instruments traditionnellement privilégiés par les organismes d'assurance (cf. *supra* 1|2|1), mais présentant désormais davantage d'hétérogénéité en termes de risque selon les émetteurs.

De l'ordre de 110 milliards d'euros en 2010, l'encours d'obligations sécurisées détenues par les assureurs s'inscrit en progression par rapport à celui mesuré à fin 2009 (99 milliards) et sa part dans l'ensemble du portefeuille de titres de créance se maintient à un niveau comparable (9 %, après 9,5 % en 2009). Les titres d'émetteurs français représentent un peu plus de la moitié de l'encours et se décomposent comme suit : 58 % d'obligations foncières, 29 % d'obligations CRH et 13 % d'obligations émises dans le cadre des programmes de « *covered bonds* » mis en œuvre par plusieurs grands établissements de crédit résidents. L'encours d'obligations sécurisées émises par des entités installées dans les pays de la zone euro hors France provient pour près des deux tiers de l'Espagne, la part des titres allemands représentant 13 % et celle des Pays-Bas 8 %. Sur l'ensemble des émissions, la quasi-totalité des titres détenus ressortissent de la catégorie « *investment grade* », la fraction des titres de l'univers « *speculative grade* » représentant à peine 2,5 % de l'encours.

1|3 Les actions

L'analyse des avoirs en actions des organismes d'assurance à partir des états détaillés des placements donne peu d'information en ce qui concerne les actions non cotées faute de disposer pour ces titres d'identifiants sous forme de code ISIN. Il convient dès lors d'utiliser les états agrégés qui retracent les placements en valeur nette comptable [7] et permettent d'identifier les titres relatifs aux participations [8] inclus dans le poste « Actions et titres à revenus variables ». Les assureurs non-vie détiennent une part importante d'actions, qui s'explique par la gestion d'une plus grande proportion d'actifs « libres », correspondant au surplus de fonds propres par rapport aux *minima* réglementaires, mais également par la nécessité de couvrir des risques à très long terme. En revanche, cela n'est généralement pas le cas pour les assureurs vie et mixte : si certains d'entre eux présentent des taux d'investissement en actions élevés, ils s'expliquent généralement par la détention du capital social d'une filiale.

Tableau 2 Détention des obligations sécurisées par les assureurs selon le type d'assurance

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

	Encours globaux en milliards d'euros	Encours globaux en % des titres de créance				
		Toutes zones	Émis par des résidents	Émis par des résidents de la zone euro (hors France)	Émis par des résidents de l'UE (hors zone euro)	Émis par le reste du monde
Non-vie	8	0,7	0,4	0,3	0,0	0,0
Vie-mixte	102	8,3	4,2	3,2	0,8	0,1
Total	**110**	**9,0**	**4,6**	**3,5**	**0,8**	**0,1**

Source : Banque de France

5 *Dénomination française des « covered bonds »*

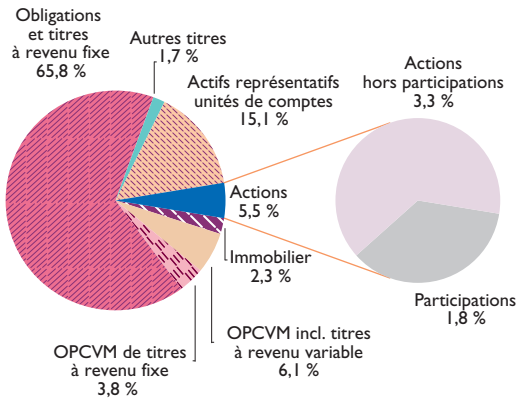
6 *Dans le cadre de la présente étude, ces instruments sont définis comme des titres ayant comme support les crédits immobiliers et qui bénéficient d'un mécanisme de protection contre la défaillance de l'émetteur, le cas échéant prévu par la loi (cf., par exemple, les obligations foncières françaises, et depuis la loi du 22 octobre 2010, les obligations de financement de l'habitat – OFH), sinon par contrat (cf. « covered bonds »). Le périmètre des obligations sécurisées retenu inclut, outre les obligations foncières, les obligations CRH et les OFH, diverses émissions effectuées dans le cadre des programmes de « covered bonds » des grandes banques françaises qui se sont développés ces dernières années.*

7 *La valeur nette comptable est utilisée pour prendre en compte les participations pour lesquelles il est difficile de disposer d'une valeur de marché fiable.*

8 *Titres émis par les entreprises avec lesquelles l'entreprise d'assurance a un lien de participation, telles que définies à l'annexe A.343-1 du Code des assurances.*

Graphique 4 Structure de l'état agrégé des placements vie au 31 décembre 2010 (avant la mise en transparence)

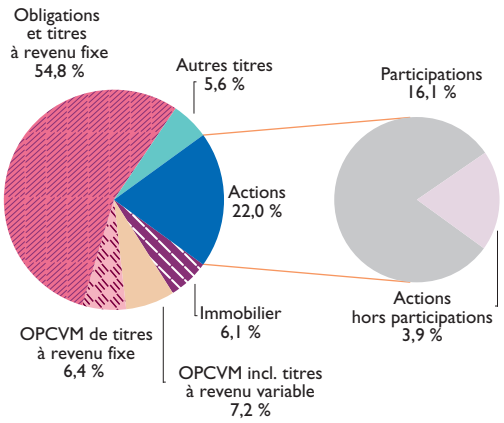
(en valeur nette comptable)



Note : Total des placements : 1 475 milliards d'euros
Source : Autorité de contrôle prudentiel

Graphique 5 Structure de l'état agrégé des placements non-vie au 31 décembre 2010 (avant la mise en transparence)

(en valeur nette comptable)



Note : Total des placements : 155 milliards d'euros
Source : Autorité de contrôle prudentiel

Outre les titres détenus en direct, les assureurs sont également détenteurs d'actions *via* leurs placements en titres d'OPCVM. D'après l'état agrégé des placements, les actions détenues en direct représentent 7,9 % du portefeuille des assureurs (8,3 % en 2009). La mise en transparence des OPCVM détenus montre que ceux-ci détiennent 44 % d'actions[9], faisant ainsi passer la part des actions dans les placements des assureurs de 7,9 % à 11,6 %.

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

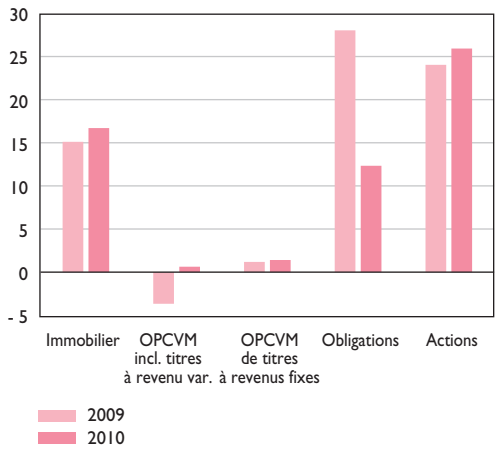
À la fin de l'année 2010, les plus-values latentes calculées sur les portefeuilles des organismes d'assurance s'élèvent à 57 milliards d'euros, montant certes en baisse de plus de 12 % par rapport à la fin 2009 mais encore conséquent puisqu'il représente plus de 3 % de l'encours global des placements.

Cette évolution est liée à la forte baisse des plus-values latentes obligataires (– 56 %), causée notamment par l'élargissement des primes de risque observé en 2010 sur le segment des titres souverains. Étant donné le poids des titres de créance dans le total des placements, ces évolutions défavorables l'ont largement emporté sur la hausse des plus-values sur l'immobilier (+ 10,4 %) et les actions (+ 7,8 %).

Les titres d'OPCVM ressortent également en situation de plus-value latente à fin 2010 (+ 2,1 milliards d'euros) après deux années de moins-values

Graphique 6 Plus ou moins-values latentes sur différentes classes d'actifs de 2009 à 2010

(en milliards d'euros)



Note : Total des placements : 1 687 milliards d'euros en valeur de réalisation, 1 630 milliards d'euros en valeur nette comptable
Source : Autorité de contrôle prudentiel

9 *En postulant que les OPCVM qui n'ont pu être mis en transparence sont détenteurs d'actions dans la même proportion que ceux mis en transparence.*

latentes (respectivement – 15,3 milliards d'euros et – 2,4 milliards d'euros en 2008 et 2009).

2| Les placements des ménages dans les contrats d'assurance-vie

2|1 Part de l'assurance-vie dans l'épargne des ménages [10]

En 2010, les flux nets de placements financiers des ménages représentent un total de 152 milliards d'euros. Plus de la moitié de ce montant (77,4 milliards d'euros) recouvre des placements en assurance-vie, soit un niveau équivalent à celui observé l'année précédente, mais représentant une proportion nettement moindre du total des flux (76 milliards d'euros en 2009, sur un total de flux de placements de 122 milliards d'euros) (cf. graphique 7).

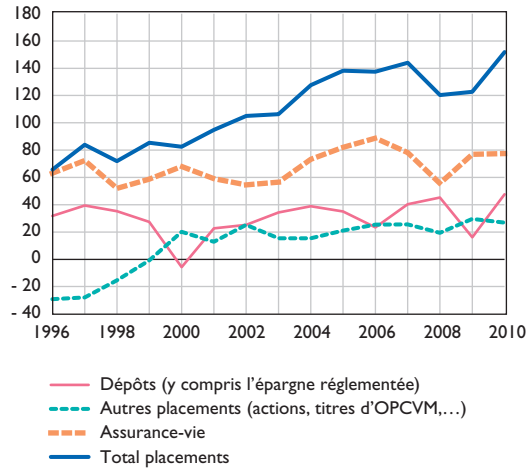
La désaffection relative des ménages pour l'assurance-vie joue au bénéfice des dépôts et comptes sur livret, en particulier les produits d'épargne réglementée, dont les flux atteignent 47,5 milliards d'euros en 2010 contre 16 milliards d'euros en 2009. Ce regain d'intérêt pour les dépôts et livrets tient notamment à la remontée des taux d'intérêt servis sur ces produits (le taux du livret A a ainsi été relevé d'un demi-point en 2010, de 1,25 % à 1,75 %), dans un contexte d'augmentation de la préférence pour la liquidité et de l'aversion pour le risque lié aux incertitudes pesant sur l'évolution de la conjoncture économique, alors que le taux de revalorisation moyen des contrats d'assurance-vie s'est inscrit en baisse (3,40 % en 2010 contre 3,65 % en 2009) et que la fiscalité de ce produit a été davantage perçue comme étant vouée à être révisée à plus ou moins brève échéance dans un sens moins favorable [11].

Si l'essentiel des flux de placements des ménages en assurance-vie demeure investi en 2010 dans des contrats en euros (71,6 milliards d'euros sur 77,4 milliards), on relève néanmoins un redressement de la collecte de contrats en unités de compte, qui atteint 5,8 milliards. En 2009, les placements nets sous forme de contrats en unités de compte ne représentaient que 0,12 milliard d'euros après une décollecte de 7,6 milliards en 2008 (cf. graphique 8). Cette configuration un peu plus favorable en 2010 pour les contrats en unités de compte peut s'expliquer notamment par le redressement des indices boursiers au second semestre de l'exercice.

L'encours des placements représentatifs des contrats d'assurance-vie ressort finalement à 1 505 milliards

Graphique 7 Flux nets des placements des ménages français

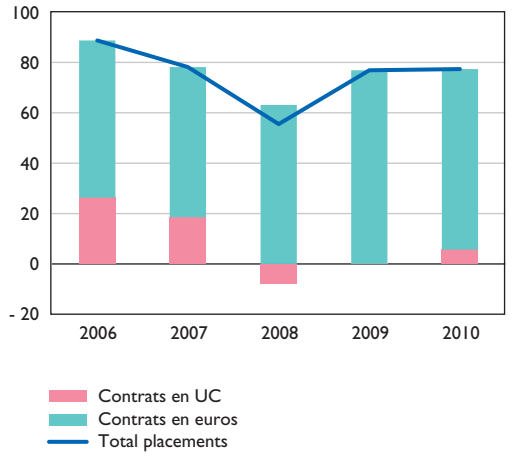
(en milliards d'euros)



Source : Comptes financiers, Banque de France

Graphique 8 Répartition des flux nets des placements des ménages en assurance-vie

(en milliards d'euros)

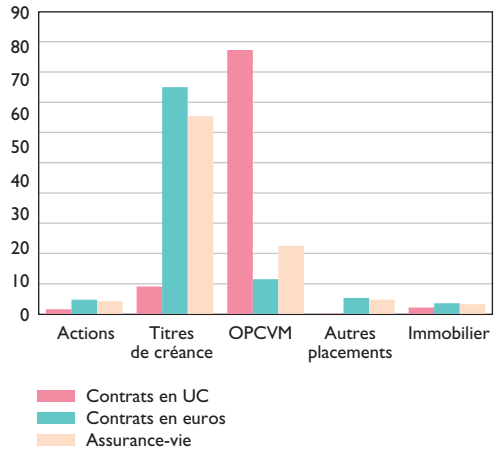


Source : Banque de France

10 Les données de flux issues des comptes financiers 2010 sont des estimations, susceptibles de faire l'objet de révisions.
11 Le taux des prélèvements sociaux sur les contrats d'assurance-vie est passé de 12,1 % à 12,3 % le 1er janvier 2011.

Graphique 9 Allocation par classe d'actifs des placements des assureurs vie en 2010 en fonction du type de contrats (avant la mise en transparence)

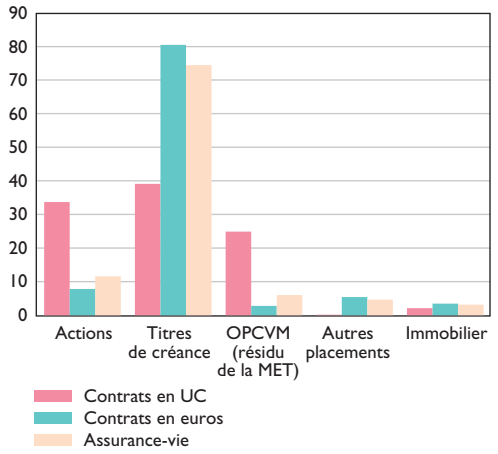
(en %)



Source : Banque de France

Graphique 10 Allocation par classe d'actifs des placements des assureurs vie en 2010 en fonction du type de contrats (après la mise en transparence)

(en %)



Note : MET : mise en transparence
Source : Banque de France

d'euros à fin 2010, dont 1 286 milliards au titre des contrats en euros et 219 milliards pour les contrats en unités de compte. Il représente 40 % de l'encours des placements financiers des ménages (comptes financiers de la Nation, 2010).

2|2 Analyse des placements détenus en représentation des contrats d'assurance-vie

Les états sur les placements remis par les assureurs vie permettent de connaître les caractéristiques des titres détenus selon la nature des contrats en représentation desquels ils s'inscrivent. Cette dernière distinction permet de mettre en lumière les différences en termes d'allocation d'actifs résultant des spécificités de ces contrats, au-delà de l'écart substantiel constaté entre les poids respectifs de chaque type de contrats : l'encours des contrats en euros représente en effet un montant près de six fois supérieur à celui des contrats en unités de compte (UC). Ces derniers servent à l'assuré une rémunération liée le plus souvent à des indices observables ou calculés par l'assureur vie, variant en fonction des paramètres du marché financier et sur laquelle l'assureur n'octroie généralement pas de garantie. Les contrats en euros offrent quant à eux à l'assuré non seulement une garantie en capital mais également un taux de rémunération minimum.

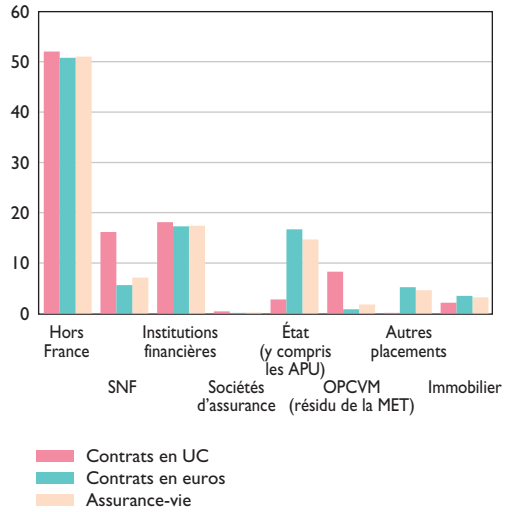
Ces contraintes de gestion imposent à l'assureur vie de détenir pour chaque type de contrat un portefeuille d'actifs permettant d'honorer les flux devant être servis aux souscripteurs : les contrats en unités de compte sont très largement investis en titres d'OPCVM, à hauteur de 87,3 % ; la particularité des garanties contenues dans les contrats en euros se traduit en revanche par des investissements principalement effectués sous forme de titres de créance (75 % du total) (cf. graphique 9).

La mise en transparence des OPCVM détenus en représentation des contrats en UC et en euros permet de mieux cerner l'exposition finale du portefeuille des assureurs vie. Après mise en transparence, le portefeuille représentatif des contrats en UC apparaît plus diversifié que celui des contrats en euros et fait ressortir une détention d'actions cotées à hauteur de 33,7 % contre 7,8 % seulement pour les contrats en euros. Ainsi, les titres de créance ne représentent en définitive que 39,1 % du portefeuille des contrats en UC contre 80 % pour les contrats en euros (cf. graphique 10).

L'examen de la composition finale du portefeuille des assureurs vie met également en évidence les secteurs économiques bénéficiant des placements des ménages par le biais de leurs choix d'investissement. Les contrats

Graphique 11 Répartition sectorielle des placements des assureurs vie en 2010 en fonction du type de contrats (après la mise en transparence)

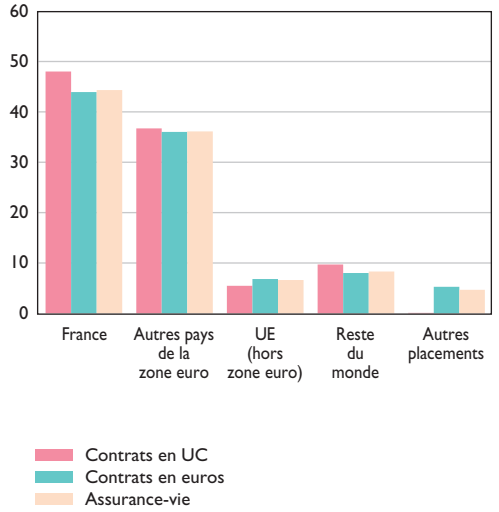
(en %)



Note : MET : mise en transparence
Source : Banque de France

Graphique 12 Diversification géographique des placements des assureurs vie en 2010 en fonction du type de contrats (après la mise en transparence)

(en %)



Source : Banque de France

en unités de compte sont ainsi investis à hauteur de 16,2 % en titres de sociétés non financières contre seulement 5,6 % pour les contrats en euros (en valeur absolue, les sociétés non financières restent toutefois financées en premier lieu par les avoirs issus des contrats en euros, qui s'élèvent à 72 milliards d'euros contre 36 milliards issus des contrats en UC). *A contrario*, les contrats en euros sont investis en titres du secteur public à hauteur de 16,7 % de leurs encours contre 2,8 % seulement pour les contrats en unités de compte (cf. graphique 11).

Les différences sont en revanche moins marquées en termes de diversification géographique des placements (cf. graphique 12). En effet, la part dévolue au financement de l'économie nationale ressort à un niveau un peu supérieur pour les contrats en unités de compte (47,7 % contre 43 % pour ceux en euros). La zone euro représente le tiers du total des financements pour les deux types de contrats d'assurance-vie, avec une part légèrement supérieure pour les contrats en unités de compte.

Méthodologie

Les tableaux complémentaires aux états des placements (TCEP) arrêtés à fin 2010 détaillent, ligne à ligne, les actifs détenus par les organismes d'assurance au 31 décembre 2010. Chaque ligne est exprimée en valeur de réalisation, en valeur brute et en valeur nette comptable. Grâce à l'identification des titres par leur code ISIN, les TCEP sont croisés avec les référentiels titres et émetteurs dont dispose la Banque de France afin de qualifier le titre et préciser ses caractéristiques (nature, durée initiale, secteur institutionnel émetteur, zone géographique).

Le taux de couverture des états TCEP apparaît très satisfaisant puisqu'il est supérieur à 99 % en 2010.

Taux de couverture de l'exploitation des états détaillés des placements des assureurs par type d'assurance

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

	Total des placements des sociétés ayant pu être analysées (états détaillés des placements)	Total des placements (états récapitulatifs des placements)	Taux de couverture
Vie et mixte	1 498	1 505	99,5
Non-vie	178	182	97,7
Total	**1 676**	**1 687**	**99,3**

Sources : Autorité de contrôle prudentiel, Banque de France

Pour l'exercice 2010, ont ainsi été exploités, d'une part, les tableaux complémentaires aux états des placements de 258 sociétés représentant un montant de 1 676 milliards d'euros, et d'autre part les états agrégés (des dossiers annuels) de 314 sociétés représentant 1 687 milliards d'euros.

Le traitement des billets : l'évolution de la réglementation et du recyclage par le secteur privé en France

Martine BODILIS et Michel BRONDEL
Direction des Activités fiduciaires

Depuis le passage à l'euro fiduciaire, une réglementation relative au recyclage des billets par le secteur privé (acteurs différents de la Banque centrale) a progressivement été mise en place, avec comme objectif d'assurer une haute qualité et une égale protection de la monnaie unique dans l'ensemble de la zone euro. La décision de la Banque centrale européenne relative à « la vérification de l'authenticité et de la qualité ainsi qu'à la remise en circulation des billets en euros », adoptée par le Conseil des gouverneurs le 16 septembre 2010, marque l'aboutissement de ce processus.

En France, les acteurs concernés (établissements de crédit, transporteurs de fonds, grande distribution) se sont pour certains engagés dans le recyclage des billets ; la plupart ont développé une réflexion s'inscrivant dans le cadre d'une recherche d'optimisation de la gestion des espèces.

Dans un premier temps, l'entrée en vigueur en France en 2006 du décret sur le recyclage a eu pour effet d'augmenter les entrées de billets à la Banque de France. Puis, le recyclage s'est progressivement développé dans le nouveau cadre réglementaire. Alors que les émissions nettes de billets progressent sans discontinuer depuis 2005, la tendance à la baisse des mouvements de billets aux guichets de la Banque traduit largement cette tendance.

Mots clés : billets, recyclage, décret, décision de la Banque centrale européenne, décision du gouverneur

Codes JEL : E5, E50, E58

1| Les dispositions applicables au recyclage des billets dans la zone euro depuis le 1er janvier 2011

D'application directe dans tous les pays de la zone, la décision de la Banque centrale européenne du 16 septembre 2010 « relative à la vérification de l'authenticité et de la qualité ainsi qu'à la remise en circulation des billets en euros » est l'aboutissement d'un processus qui aura duré plus de dix ans.

1|1 Un texte fondateur : le règlement (CE) n° 1338/2001

Dès avant le lancement de l'euro en 2002, les États membres ont estimé nécessaire de mettre en place une réglementation pour protéger la nouvelle monnaie. Cette volonté s'est traduite par la publication, le 28 juin 2001, du « règlement (CE) n°1338/2001 du Conseil définissant des mesures nécessaires à la protection de l'euro contre le faux monnayage ». S'agissant du traitement des billets par le secteur privé, ce règlement stipulait dans son article 6 :

« 1. Les établissements de crédit, ainsi que tout autre établissement participant à la manipulation et la délivrance au public des billets et des pièces à titre professionnel, y compris les établissements dont l'activité consiste à échanger des billets ou des pièces de différentes devises, tels que les bureaux de change, ont l'obligation de retirer de la circulation tous les billets et pièces en euros qu'ils ont reçus et au sujet desquels ils savent ou ils ont des raisons suffisantes de penser qu'ils sont faux. Ils les remettent sans délai aux autorités nationales compétentes.

2. Les États membres prennent les mesures nécessaires pour assurer que les établissements mentionnés au paragraphe 1 qui manquent aux obligations prévues audit paragraphe soient passibles de sanctions revêtant un caractère effectif, proportionné et dissuasif. »

Cette obligation générale était destinée à être déclinée dans des filières fiduciaires nationales aux organisations, réglementations et usages très différents. Par ailleurs, ce texte ne précisait pas les conditions dans lesquelles les billets distribués par le secteur privé devaient être traités. Aussi, afin de favoriser la convergence des règles, de tendre vers une égalité de traitement entre les acteurs, en particulier les établissements de crédit, il est apparu nécessaire à l'Eurosystème de définir un cadre pour le traitement des billets par le secteur privé.

1|2 Un cadre défini par l'Eurosystème pour harmoniser les modalités de traitement des billets

Pour harmoniser les modalités de traitement des billets par le secteur privé, le Conseil des gouverneurs de l'Eurosystème a adopté le 16 décembre 2004 le « cadre pour la détection des contrefaçons et le tri qualitatif des billets par les établissements de crédit et les autres professionnels appelés à manipuler les espèces [1] ». Ce texte a fait l'objet d'une large concertation entre la Banque centrale européenne et les instances représentatives au niveau européen des banques et des transporteurs de fonds, et, au niveau national, particulièrement en France, entre les banques centrales nationales (BCN) et les professionnels. D'application non obligatoire [2] le but de ce texte était de définir, d'un point de vue opérationnel, les pratiques à mettre en œuvre dans l'ensemble de la zone. Ainsi, le *framework* a pu être décliné dans des cadres juridiques différents : réglementaire (par exemple en France) ou contractuel (par exemple en Allemagne).

Initialement prévue pour fin 2006, la déclinaison du *framework* au niveau national a été progressive, certains pays ayant eu besoin d'une période d'adaptation.

Les principes fondamentaux posés dans le *framework* sont les suivants :

« Les opérations de vérification de l'authenticité et de la qualité des billets devant être recyclés sont effectuées soit

1 *Cadre ci-après dénommé « framework », terme utilisé par les professionnels*
2 *Le framework précise que « les établissements ne sont pas liés par les règles de la BCN concernant le recyclage des billets, mais ils sont censés coopérer avec la BCN et suivre ses directives ».*

au moyen d'automates de traitement des billets testés positivement par les BCN, soit par des employés qualifiés.

Les billets ne sont remis en circulation par le biais des guichets automatiques de banque (GAB) ou d'autres automates à l'usage de la clientèle que si leur authenticité et leur qualité ont été toutes les deux vérifiées à l'aide de machines de traitement des billets testées positivement par une BCN.

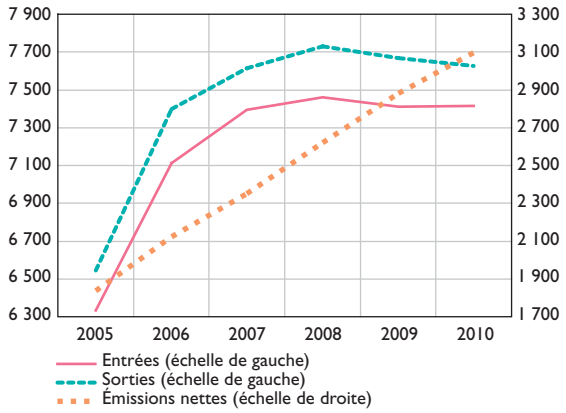
Les billets dont l'authenticité a été vérifiée par du personnel qualifié, opérant manuellement ou sans l'aide d'un équipement de traitement des billets testé positivement, ne doivent pas être remis en circulation par le biais des GAB ou d'autres automates à l'usage de la clientèle, et peuvent seulement être remis en circulation au guichet après que leur qualité a été vérifiée.

Les billets dont l'authenticité et la qualité n'ont pas été vérifiées ne doivent pas être remis en circulation et doivent être retournés à la BCN concernée ou à son (ou ses) agent(s) agréé(s). »

Afin de faciliter la distribution des billets dans les zones isolées, le *framework* prévoyait une exception : *« Dans les agences isolées des établissements de crédit, réalisant un volume d'opérations de caisse très faible, la vérification de la qualité des billets devant être remis en circulation par le biais des GAB ou d'automates à l'usage du public peut, par dérogation aux principes définis au paragraphe 2.1.2, être effectuée par du personnel qualifié qui doit respecter les normes minimales de tri (tri qualitatif manuel) prévues dans l'annexe au présent document. L'authenticité des billets doit être vérifiée au moyen de machines d'authentification testées positivement par une BCN. En étroite coopération avec les BCN, les établissements de crédit doivent limiter le volume des billets dont la qualité est contrôlée manuellement à 5 % du volume total des billets de chaque valeur faciale qui sont recyclés, au niveau national, à l'aide de GAB ou d'autres automates à l'usage du public ».*

Graphique 1 Évolution comparée des émissions nettes, des entrées et sorties aux guichets de la Banque de France depuis 2005 (toutes coupures)

(en millions de billets)



Sources : BCE, Banque de France

Le recyclage externe en France

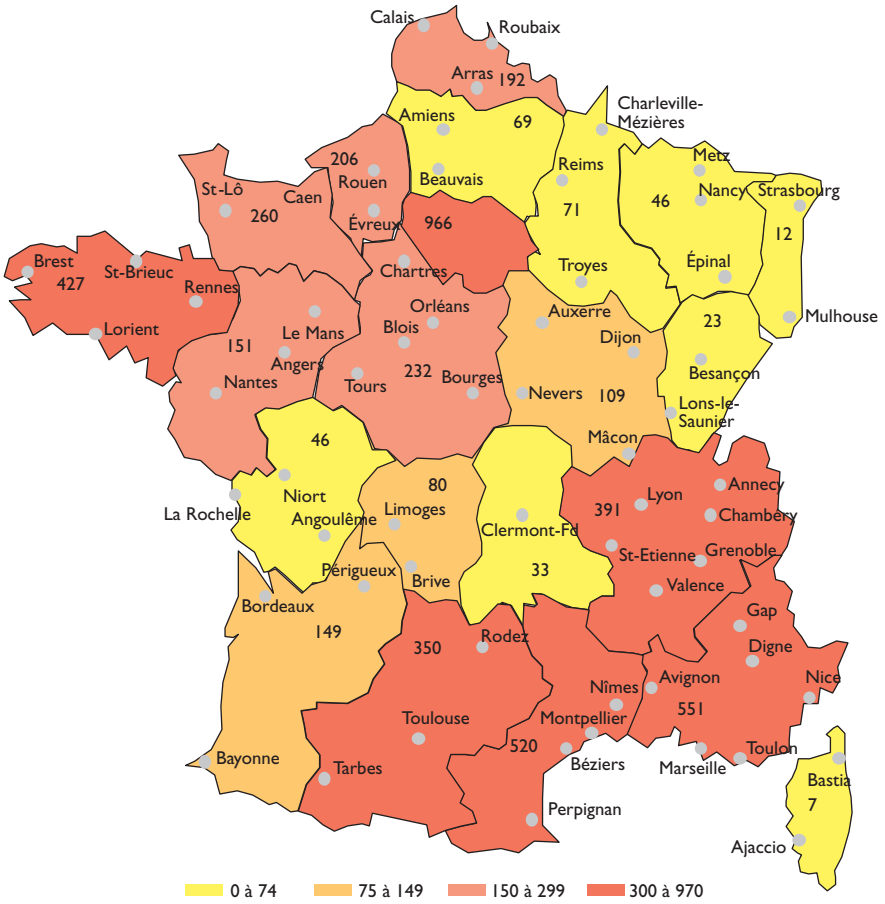
Données au 30 juin 2011

Conventions relatives à la distribution des billets	**55**
Conventions relatives au traitement des billets	**62**
Établissements de crédit	46
Prestataires	16
Dont : transporteurs de fonds	*8*
autres prestataires	*8*
Agences bancaires dont les DAB sont alimentés avec des billets recyclés	**4 880**
Agences bancaires effectuant du traitement de billets	4 266
Ateliers de traitement des prestataires effectuant du recyclage	**12**
Transporteurs de fonds	4
Autres prestataires	8

Source : Banque de France

Graphique 2 Agences bancaires dont les DAB sont alimentés avec des billets recyclés

au 30 juin 2011



Source : Banque de France

1|3 La mise en œuvre en France des textes européens : le décret du 18 mai 2005

Le décret du 18 mai 2005 relatif au recyclage des pièces et des billets, entré en vigueur le 16 janvier 2006, a décliné le règlement (CE) n° 1338/2001 et rendu obligatoire en France les principales dispositions du cadre européen sur le recyclage des billets.

Dans ses articles 4 et 5, le décret stipule :

« Art. 4. – Lorsqu'ils délivrent des billets en euros au public au moyen d'automates en libre service, les établissements de crédit et La Poste utilisent pour leur alimentation, sous réserve des dispositions prévues à l'article 5, des billets prélevés directement auprès de la Banque de France ou d'une autre banque centrale appartenant à l'Eurosystème.

Art. 5. – Lorsque les établissements de crédit et La Poste souhaitent alimenter les automates mentionnés à l'article 4 avec des billets en euros qui n'ont pas été prélevés directement auprès d'une banque centrale appartenant à l'Eurosystème, ils passent au préalable une convention avec la Banque de France, dans les conditions prévues à l'article 8.

Les établissements de crédit et La Poste passent, dans les mêmes conditions, une convention avec la Banque de France lorsqu'ils utilisent des automates recyclants en libre service remplissant les fonctions de réception des billets en euros du public, de tri, d'authentification et de délivrance des billets en euros au public. »

Conformément au décret, la Banque de France a donc élaboré, en concertation avec les professionnels, un dispositif conventionnel approuvé par un arrêté ministériel en date du 20 juin 2005 :

• les établissements de crédit qui alimentent les automates en libre service au moyen de billets qui ne proviennent pas d'une banque centrale de l'Eurosystème doivent signer une convention type relative à la distribution, au moyen d'automates en libre service, de billets non directement prélevés auprès d'une banque centrale de l'Eurosystème. Par cette convention, ils s'engagent à ne distribuer dans les distributeurs automatiques de billets (DAB) que des billets qui ont fait l'objet d'une authentification et d'un tri qualitatif effectués tous deux automatiquement ;

• les opérateurs qui traitent des billets destinés à l'alimentation des DAB, qu'il s'agisse d'établissements de crédit ou de prestataires, doivent signer une convention dite « de traitement » par laquelle ils prennent un certain nombre d'engagements :

– authentifier et trier qualitativement les billets au moyen d'un équipement testé positivement par une banque centrale de l'Eurosystème et figurant sur la liste publiée par la Banque centrale européenne,

– élaborer et mettre en œuvre des procédures d'exploitation,

– se doter de procédures de contrôle interne décrivant les modalités et la périodicité des contrôles mis en œuvre pour assurer le respect des procédures d'exploitation.

Les opérateurs doivent par ailleurs accepter des contrôles de la Banque de France : contrôles sur documents et contrôles sur place.

Ainsi, depuis l'entrée en vigueur du décret, la Banque de France réalise des contrôles sur les sites où les opérateurs (établissements de crédits ou prestataires) ont déclaré procéder au traitement automatique de billets en euros en vue de leur délivrance au moyen d'automates en libre service.

Ces contrôles sont destinés à vérifier le respect des obligations prévues dans les conventions, notamment celles relatives :

• à la qualité des moyens mis en œuvre pour le traitement des billets : conformité du matériel déclaré, capacité de ces matériels à traiter correctement un jeu de test composé de coupures apocryphes ou impropres à la circulation ;

• à la mise en œuvre des procédures d'exploitation, qui doivent décrire précisément les conditions d'exploitation des équipements de traitement automatique ainsi que les modalités de remise à la Banque de France des billets douteux et impropres à la circulation ;

• à la mise en œuvre d'un dispositif de contrôle interne.

Ces visites font l'objet d'un rapport contenant les constats opérés par l'équipe de contrôle ; il est adressé à l'opérateur accompagné d'une lettre contenant les recommandations dont la mise en œuvre est suivie par le service de Contrôle et de Surveillance de la Filière fiduciaire créé par la Banque de France afin d'assurer le contrôle de l'exécution des conventions [3].

I|4 Une nouvelle étape dans l'harmonisation en 2009 : le règlement (CE) n° 44/2009 confie à la BCE la définition des normes de traitement des billets

Le règlement initial prévoyait que les établissements de crédit et autres établissements concernés devaient *« retirer de la circulation tous les billets et pièces en euros qu'ils ont reçus et au sujet desquels ils ont des raisons suffisantes de penser qu'ils sont faux »*.

Le règlement modifié a élargi la liste des destinataires contraints de s'assurer que l'authenticité des billets en euros qu'ils ont reçus et entendent remettre en circulation a été vérifiée. Cet élargissement

3 *La Banque de France rend compte chaque année de cette activité de contrôle dans le rapport au Président de la République et au Parlement.*

n'a pas eu d'impact sur la France où la mise à disposition du public de moyens de paiement est une activité réservée aux établissements de crédit et aux établissements de paiement.

Mais surtout, le règlement modifié précise que, *« pour les billets en euros, la vérification des billets doit être effectuée conformément aux procédures établies par la BCE »*, cette disposition devant s'appliquer au plus tard le 31 décembre 2011.

Il a donc été nécessaire de remplacer le *framework* par un acte juridique contraignant : la décision de la Banque centrale européenne du 16 septembre 2010, entrée en vigueur le 1er janvier 2011.

D'un point de vue juridique, la substitution de la décision au *framework* représente un changement important puisque les mêmes règles s'imposent désormais directement dans toute la zone euro, sans devoir passer par des dispositions d'application de nature législative ou gouvernementale.

D'un point de vue opérationnel, la décision se distingue du *framework* sur quatre points :

• une obligation de *reporting* statistique est instaurée pour les établissements de crédit : à compter du 1er janvier 2011 [4], les établissements qui traitent eux-mêmes des billets en vue d'alimenter leurs DAB devront fournir des informations statistiques semestrielles concernant cette activité ;

• la notion d'évènements exceptionnels se substitue à celle de force majeure : le *framework* prévoyait qu'en cas de force majeure, défini selon les systèmes juridiques nationaux, les professionnels pouvaient s'affranchir, dans certaines conditions, des contraintes de traitement. En France, cette disposition faisait porter le risque sur les banques, seul le juge pouvant apprécier *a posteriori* la légitimité du recours à la notion de force majeure. Le nouveau texte prévoit qu'en cas d'évènement exceptionnel *« ayant pour conséquence d'entraver de manière significative l'approvisionnement de billets en euros au sein d'un État membre »*, et sous réserve que la Banque centrale convienne qu'il y a évènement exceptionnel, les opérateurs pourront procéder à l'authentification et au tri qualitatif des billets destinés à être remis dans les automates en libre service par du personnel formé ;

• les modalités et le contenu des contrôles sur place sont précisés : la décision prévoit explicitement que les BCN pourront « *procéder à des inspections sur place, même inopinées,… afin de contrôler les équipements… et les procédures* » ;

• enfin, s'agissant des sanctions, le texte prévoit la possibilité pour les banques centrales nationales d'interdire le recyclage en cas de violation de la décision constatée lors d'un contrôle sur place.

1|5 La déclinaison des nouveaux textes en droit français : la décision du gouverneur de la Banque de France n° 2011-02 en date du 7 septembre 2011

Exerçant le pouvoir que lui conférait le règlement précité, la BCE a fait entrer dans son champ de compétences la réglementation en matière de recyclage des billets. C'est pourquoi, en droit français, cette compétence est passée de l'État à la Banque de France.

En conséquence, le décret n° 2011-680 du 16 juin 2011 relatif au recyclage des billets en euros a modifié la partie réglementaire du *Code monétaire et financier* afin de supprimer les dispositions redondantes avec celles de la décision BCE/2010/14. De plus, les règles applicables par les professionnels amenés à manipuler des billets destinés à être recyclés ne sont plus approuvées par arrêté ministériel mais élaborées par la Banque de France.

Le gouverneur de la Banque de France a ainsi pris une décision (n° 2011-02 en date du 7 septembre 2011)

Pour aller plus loin

Sur le site internet de la Banque de France (http://www.banque-france.fr/fr/instit/billets/professionnels/page1.htm)

• *la procédure à mettre en œuvre en cas d'évènements exceptionnels*
• *les formulaires de saisine de la Banque de France et de retour à la procédure normale*

4 *1er janvier 2012 en France*

relative au recyclage des billets en euros. Ce texte se substitue aux règles antérieurement contenues dans la partie réglementaire du *Code monétaire et financier* et précise les modalités concrètes de la conduite des opérations de recyclage en France.

L'article 1er de cette décision présente les trois types de conventions que les établissements de crédit et les établissements de paiement ou les entreprises effectuant des prestations de traitement de billets à titre professionnel de manière principale ou accessoire doivent signer avec la Banque de France lorsqu'ils souhaitent alimenter des automates en libre service avec des billets en euros qui n'ont pas été prélevés directement auprès d'une banque centrale de l'Eurosystème.

L'article 2 expose les conditions dans lesquelles la vérification de l'authenticité et de la qualité des billets en euros peut, à titre temporaire, être réalisée manuellement (évènements exceptionnels).

Les conventions que doivent passer les opérateurs qui souhaitent recycler sont annexées à la décision du gouverneur :

• convention type relative à la distribution, au moyen d'automates en libre service, de billets non directement prélevés auprès d'une banque centrale de l'Eurosystème ;

• convention type relative aux opérations de traitement des billets en euros par les établissements de crédit ou les établissements de paiement en vue de leur délivrance au public au moyen d'automates en libre service ;

• convention type relative aux opérations de traitement des billets en euros par les prestataires d'établissements de crédit ou d'établissements de paiement en vue de leur délivrance au public au moyen d'automates en libre service.

Les principales modifications introduites à l'occasion de la révision des conventions portent sur :

• les obligations en matière de *reporting* : pour permettre aux établissements de se conformer à leurs nouvelles obligations, la date de mise en œuvre a été fixée au 1er janvier 2012 en France ;

• le dispositif de sanctions : la décision BCE/2010/14 prévoit la possibilité d'interdire le recyclage en cas de violation de la décision constatée lors d'un contrôle sur place. Cette possibilité a été introduite dans les conventions pour les cas où le non-respect des obligations conventionnelles détecté lors d'un contrôle sur place induirait un risque de remise en circulation de billets douteux.

D'un point de vue opérationnel, ce nouveau texte n'aura pas d'autres conséquences pour les établissements de crédit déjà signataires des conventions. Le *framework* était déjà strictement appliqué dans notre pays ; les dispositifs en vigueur dans les établissements de crédit et chez leurs prestataires, contrôlés par la Banque de France, répondent parfaitement aux exigences de la décision de la BCE.

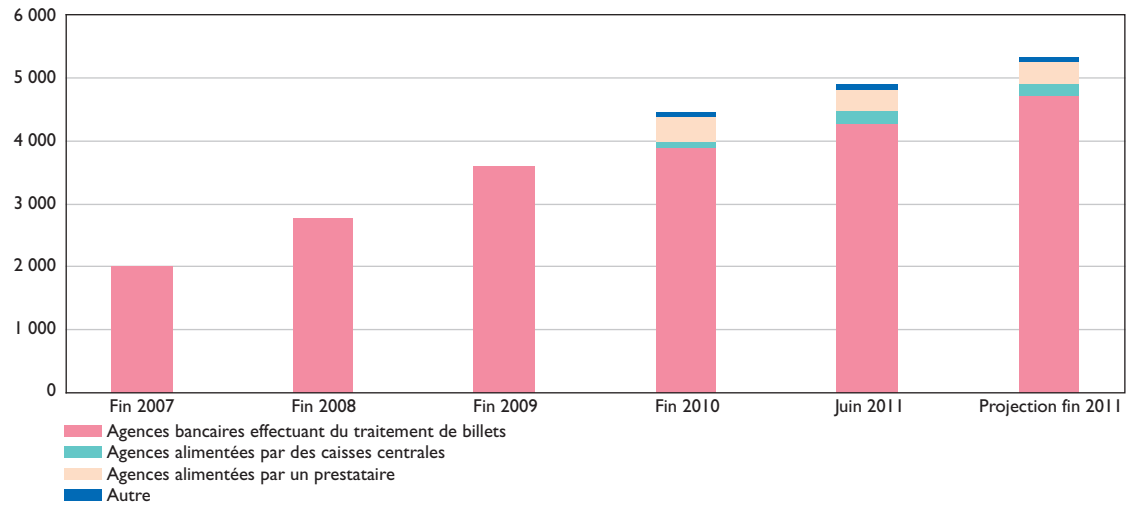
2| Le développement du recyclage des billets par le secteur privé en France depuis 2006

2|1 L'impact instantané de l'introduction de la première réglementation : le recul du recyclage externe en 2006

Avant le décret de 2005, le traitement des billets par les acteurs privés en vue d'alimenter les DAB n'était ni interdit ni autorisé ; les banques avaient une obligation générale de ne pas remettre en circulation des coupures apocryphes sans qu'aucun texte ne précise les dispositions à mettre en œuvre. Certains établissements alimentaient leurs DAB avec des billets provenant exclusivement de la Banque de France ; d'autres alimentaient ponctuellement ou systématiquement leurs automates avec des billets triés par leurs soins, soit manuellement, soit à l'aide de machines de traitement automatique.

L'application de la nouvelle réglementation début 2006 a entrainé une suspension immédiate du recyclage manuel. Les établissements de crédit qui recyclaient avec des machines de traitement automatique ne figurant pas sur la liste BCE ont soit cessé cette activité, soit utilisé la possibilité qui leur était offerte de continuer à utiliser ces machines jusqu'à fin 2009 dans le cadre du dispositif transitoire.

Graphique 3 Progression du recyclage en France depuis 2007
Nombre d'agences bancaires dont les DAB sont alimentés à l'aide de billets recyclés



Note : Intentions exprimées dans le cadre des projets lancés
Source : Banque de France

Globalement, l'entrée en vigueur du décret s'est traduite par une forte réduction du recyclage et une augmentation très vive des entrées de billets aux guichets de la Banque de France : + 12,3 % en 2006 contre + 5,1 % en moyenne au cours des trois années précédentes.

Seuls quelques établissements se sont engagés d'emblée dans le recyclage dans le cadre du nouveau dispositif, les autres estimant dans un premier temps le dispositif conventionnel trop complexe et les matériels trop onéreux.

2|2 L'exploration progressive des possibilités ouvertes par la réglementation

La mise en œuvre du décret a eu pour effet de fixer clairement les règles à respecter par les établissements de crédit et de sécuriser juridiquement les opérations de recyclage. La recherche d'une plus grande efficience et d'une plus grande robustesse de leurs organisations ont alors conduit de nombreux établissements à engager une réflexion sur les modalités de gestion des espèces et sur l'opportunité de mettre en place le recyclage des billets afin d'alimenter leurs automates en libre service.

Toutefois, les évolutions ont été lentes : 200 types de matériels figurent aujourd'hui sur la liste des matériels testés positivement par l'Eurosystème, mais la première machine n'a été listée qu'en février 2006. Les fournisseurs de matériels ont adapté progressivement leur offre au nouveau marché. Ils ont souvent intégré la fonction recyclage aux matériels déjà utilisés par les agences bancaires (valorisatrices, automates de dépôt, caisses automatiques de guichets) de façon à limiter autant que possible les modifications d'organisation des établissements.

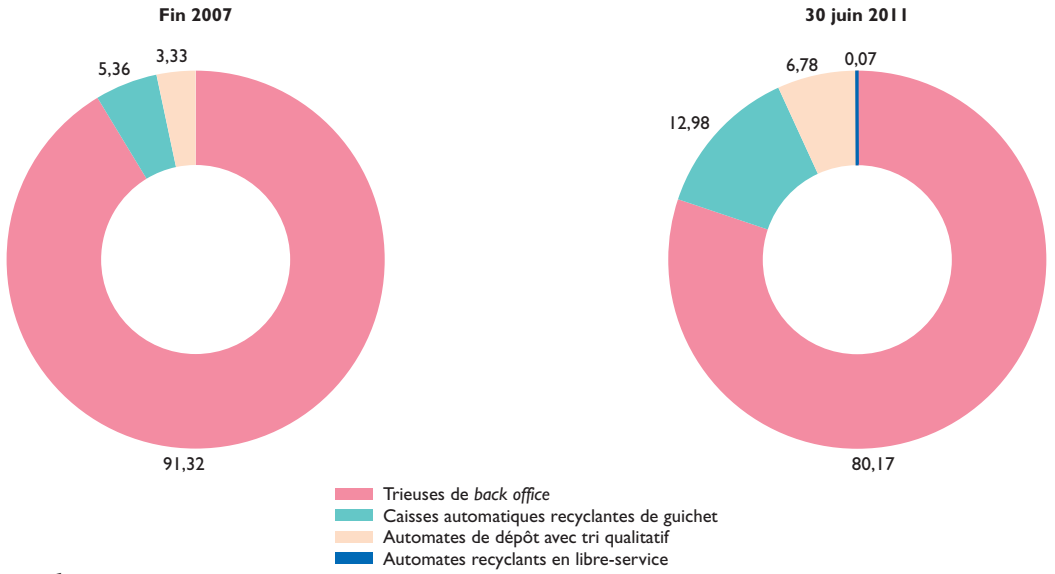
La plupart des établissements qui recyclent aujourd'hui ont procédé par expérimentation et installé des machines sur quelques sites pilotes afin notamment de vérifier la rentabilité des *process* et l'adaptation des agents.

Les petites trieuses de *back office*

Les premières expérimentations de recyclage dans le nouveau cadre réglementaire ont été réalisées à l'aide de petites trieuses de *back office* placées dans les locaux sécurisés des agences bancaires. Ce mode d'organisation requiert deux conditions : l'existence d'un pôle, même modeste, de traitement des espèces déposées par la clientèle et une configuration immobilière adaptée. Il suffit alors aux établissements d'acquérir les matériels testés positivement par une banque centrale de l'Eurosystème et de mettre en œuvre sur les sites concernés des procédures d'exploitation et de contrôle interne. Le matériel, de taille réduite, ne nécessite pas d'aménagements

Graphique 4 Part des différents matériels de recyclage en France

(en %)



Source : Banque de France

particuliers et peut, le cas échéant, être déplacé. En général, il n'est pas connecté au système d'information de l'agence.

Les caisses automatiques recyclantes de guichet

Certains établissements qui souhaitent conserver une relation directe avec leurs clients, ont organisé les opérations de leurs agences autour des caisses automatiques recyclantes de guichet. Ces matériels, installés au niveau des postes de travail, servent à la fois de coffres et de trieuses de billets. Certains d'entre eux figurent sur la liste des matériels testés positivement. Les billets reconnus comme authentiques et de bonne qualité peuvent être utilisés pour approvisionner les DAB, si l'établissement a signé une convention avec la Banque de France. Le recyclage est alors un sous-produit de la configuration choisie pour l'accueil de la clientèle.

Les automates de dépôt et les automates recyclants en libre-service (ARLS)

Les automates de dépôt sont en général placés au sein d'un « mur d'argent ». Ils sont en mesure de contrôler la qualité et l'authenticité des billets et la liste des matériels admis pour le recyclage des billets s'est progressivement enrichie de ces références. Leur mise en œuvre est plus coûteuse (éventuels travaux immobiliers) et plus complexe (connexion au système d'information de l'établissement) que celle des trieuses de *back office*. Le chargement des distributeurs de billets à l'aide de billets traités par les automates peut être réalisé par du personnel de l'agence ou par un prestataire externe, le choix de cette dernière configuration étant compatible avec une stratégie d'externalisation du traitement des espèces. Cette configuration présente l'avantage d'offrir aux commerçants la reconnaissance immédiate de leurs dépôts.

Le recyclage à l'aide d'automates en libre-service est considéré par certains établissements comme une évolution du concept de « mur d'argent » appelée à s'étendre.

Les automates recyclants en libre-service associent la fonction de réception et de distribution des billets. Des projets de recyclage à l'aide de ces équipements sont en cours de préparation.

2|3 Une tendance récente à une diversification des modes de recyclage en France

La plupart des établissements ont commencé à recycler des billets en choisissant un seul type de matériel. Progressivement toutefois des *process* différents sont

mis en œuvre à partir d'une typologie des agences élaborée à l'aide de critères tels que les volumes traités et les caractéristiques de la clientèle locale. Ainsi, plusieurs signataires de conventions recyclant à l'aide de trieuses de *back office* expérimentent d'autres configurations : automates de guichet ou de *front office*.

Par ailleurs, certains établissements réfléchissent à une organisation intégrant les agences qui ne collectent pas un volume suffisant de billets et celles disposant d'excédents. Par exemple, ils envisagent de recourir au recyclage par les transporteurs de fonds pour traiter les billets collectés chez leurs clients de la grande distribution et dans les agences recevant de faibles volumes de fonds, les agences disposant des flux suffisants étant quant à elles équipées de matériels pour traiter les billets.

Le recyclage par les transporteurs de fonds

Après la mise en œuvre du *framework* sur le recyclage des billets, les sociétés de transport de fonds ont, elles aussi, engagé une réflexion sur le recyclage. Toutefois, bien que les principaux opérateurs aient signé une convention (Temis en 2006, Brink's Évolution et Prosegur Traitement de Valeurs en 2007, Loomis France en 2009) [5], aucun ne s'est engagé immédiatement dans le recyclage. Quelques expérimentations ont certes été envisagées avec différents établissements de crédit, mais les conclusions des études n'ont pas été suivies de déploiement. La faiblesse des flux concernés sur beaucoup de sites et l'interdiction de pratiquer la fusion des fonds provenant des différents clients sont souvent considérées comme des obstacles à la mise en place de *process* rentables.

Toutefois, depuis deux ans, des changements sont perceptibles et quatre centres de transporteurs de fonds traitent des billets en vue d'alimenter des DAB d'établissements de crédit. Plusieurs projets sont par ailleurs en préparation.

Le recyclage par les commerçants

La mise à disposition du public de moyens de paiement étant une activité réservée aux établissements de crédit et de paiement, les commerçants, comme les transporteurs de fonds, ne peuvent traiter les billets en vue d'alimenter les distributeurs de billets que pour le compte des premiers, en tant que prestataires.

Les enseignes de la grande distribution se sont intéressées très tôt au recyclage des billets. Dès 2006, certaines d'entre elles ont pris contact avec la Banque de France pour explorer les possibilités offertes par les nouveaux textes. Pourtant, ces investigations n'ont pas débouché sur des signatures de convention ; dans le même temps, il est vrai, ce secteur a investi dans la modernisation des lignes de caisse.

Au cours de l'année passée, plusieurs établissements, et notamment des banques de groupes de la grande distribution, ont progressé dans leur réflexion et des magasins ont signé des conventions leur permettant de traiter des billets en vue de charger des DAB. Le démarrage de projets significatifs n'est toutefois pas attendu à très court terme. Comme dans les agences bancaires, les configurations mises en œuvre peuvent être très différentes : certain magasins recourent à des petits matériels de *back office*, d'autres inscrivent le recyclage dans la réorganisation du traitement des espèces reçues de la clientèle.

Quatre casinos de jeux, qui agissent en tant que prestataires d'un établissement de crédit, ont signé une convention de traitement des billets pour alimenter des distributeurs de billets placés dans leur enceinte. Toutefois, les volumes en cause demeureront marginaux.

Ainsi, le recyclage des billets par le secteur privé se développe lentement mais régulièrement, dans un cadre qui protège les professionnels comme le public et répond aux exigences de l'Eurosystème en matière de qualité et de contrôle de l'authenticité des billets.

Ce mouvement devrait se poursuivre, encouragé par les évolutions technologiques, la baisse des prix des matériels et la volonté de la plupart des acteurs d'optimiser la gestion des espèces.

5 *La liste des prestataires ayant signé une convention de traitement et étant donc en mesure de traiter les billets en vue de leur recyclage pour le compte des banques, est publiée au* Registre de publication officiel de la Banque de France.

STATISTIQUES

Situation économique générale

1	Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France	S3
2	Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (données CVS)	S4
3	Indices des prix à la consommation	S5
4	Compétitivité de l'économie française	S6
5	Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France	S7
6	Balance des paiements – Transactions courantes et capital (données trimestrielles) – France	S8
7	Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France	S9
8	Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France	S10
9	Balance des paiements (données mensuelles) – France	S11
10	Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)	S12

Monnaie, placements et financements

11	Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro	S13
12	Bilan de la Banque de France	S14
13	Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France – France	S15
14	Dépôts – France	S16
15	Dépôts à terme – France	S17
16	Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France	S18
17	Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France et zone euro	S19
18	Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France	S20
19	Placements et financements des sociétés d'assurance et fonds de pension – Zone euro et France	S21
20	Placements et financements des ménages – Zone euro	S22
21	Placements et financements des ménages – France	S23
22	Placements et financements des sociétés non financières – Zone euro	S24
23	Placements et financements des sociétés non financières – France	S25
24	Rémunération des dépôts – France et zone euro	S26
25	Coût du crédit – France et zone euro	S27
26	Coût du crédit – France	S28

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

27 Taux d'intérêt S29
28 Liquidité bancaire et refinancement — Zone euro S30
29 Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires S31
30/31 Titres de créances négociables — France S32/S33
32 Titres d'OPCVM — France S34
33 Émissions de titres de dette et d'actions cotées par les résidents français S35
34 Émissions de titres de dette et d'actions cotées des résidents français par secteur émetteur S36

Autres statistiques

35 État des défaillances d'entreprises par secteur — France S37
36 Systèmes de paiement de masse — France S38
37/38 Systèmes de paiement de montant élevé — Union européenne S39/S40
39 Systèmes de paiement de montant élevé — France S41

Notice méthodologique S43

Séries chronologiques S51

Avertissement

Des modifications ont été apportées aux figures 19, 21 et 23. En mai 2011, les comptes nationaux financiers pour la France sont passés en base 2005. Ce changement de base, intégrant de nouvelles sources d'informations et des évolutions de nomenclature, conduit à des révisions des encours et des flux. Les données du cahier sont mises à jour mensuellement sur le site Internet de la Banque de France.

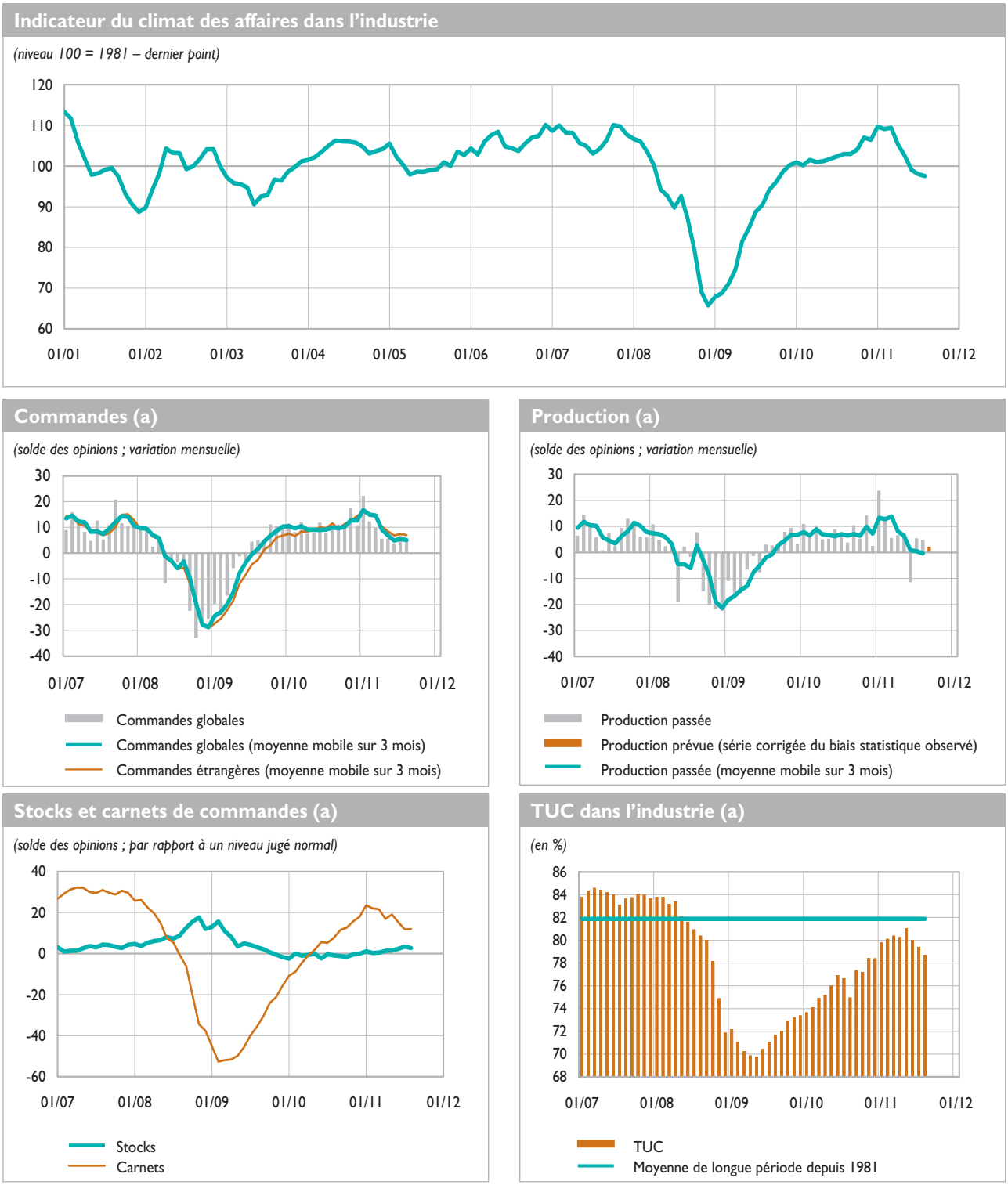
Figure 1
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France

(NAF révision 2 ; données cvs)

	2011						
	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août
Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)							
Ensemble de l'industrie manufacturière	**12**	**5**	**6**	**7**	**-11**	**5**	**5**
Denrées alimentaires et boissons	12	10	10	1	12	4	5
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	8	11	-7	21	-12	0	2
Industrie automobile	23	-18	1	5	-17	16	11
Autres matériels de transport	14	5	4	10	3	-1	-17
Autres produits industriels	11	6	8	8	-16	5	-1
Production pour les prochains mois (a)							
Ensemble de l'industrie manufacturière	**7**	**7**	**8**	**-4**	**-1**	**1**	**2**
Denrées alimentaires et boissons	10	9	8	2	3	13	9
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	9	3	11	-8	3	3	6
Industrie automobile	-9	1	5	-7	-7	-2	-12
Autres matériels de transport	21	15	15	15	17	20	27
Autres produits industriels	9	9	11	-2	1	2	5
Évolution des commandes de l'industrie manufacturière par rapport au mois précédent (ensemble) (a)							
Globales	**12**	**10**	**5**	**6**	**4**	**7**	**4**
Étrangères	13	11	7	7	6	9	6
Niveau du carnet de commandes (a)							
Ensemble de l'industrie manufacturière	**22**	**22**	**17**	**19**	**15**	**12**	**12**
Denrées alimentaires et boissons	8	11	9	8	10	5	7
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	23	20	10	15	11	12	13
Industrie automobile	13	9	10	16	19	16	12
Autres matériels de transport	60	61	63	65	57	52	52
Autres produits industriels	23	22	18	19	14	8	10
Niveau des stocks de produits finis (a)							
Ensemble de l'industrie manufacturière	**0**	**1**	**1**	**2**	**2**	**3**	**3**
Denrées alimentaires et boissons	3	1	0	1	4	4	0
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	3	9	9	9	11	7	4
Industrie automobile	-3	0	3	2	-1	2	-2
Autres matériels de transport	0	0	2	-1	-3	3	2
Autres produits industriels	-1	-3	-1	1	1	4	3
Taux d'utilisation des capacités de production (b)							
Ensemble de l'industrie manufacturière	**80,1**	**80,4**	**80,3**	**81,0**	**80,0**	**79,4**	**78,7**
Évolution des effectifs (ensemble de l'industrie manufacturière) (a)							
Par rapport au mois précédent	3	3	2	1	1	0	0
Au cours des prochains mois	3	2	2	1	1	1	0
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)							
	109	**109**	**105**	**103**	**99**	**98**	**98**

(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 20 septembre 2011*

Figure 2
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (NAF rév. 2, données CVS)



(a) Industrie manufacturière

Source : Banque de France

Réalisé le 20 septembre 2011

Figure 3
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)

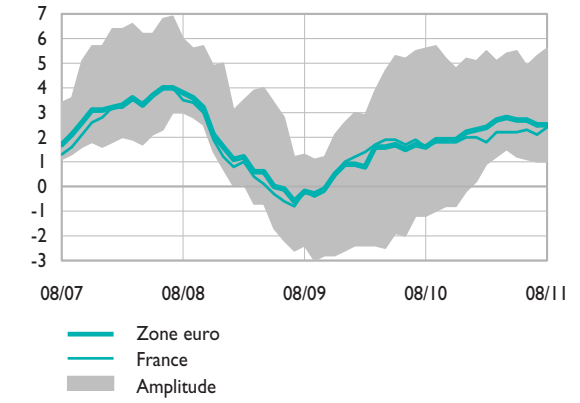
	2010	2011							
	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août
France	2,0	2,0	1,8	2,2	2,2	2,2	2,3	2,1	2,4
Allemagne	1,9	2,0	2,2	2,3	2,7	2,4	2,4	2,6	2,5
Italie	2,1	1,9	2,1	2,8	2,9	3,0	3,0	2,1	2,3
Zone euro	2,2	2,3	2,4	2,7	2,8	2,7	2,7	2,5	2,5
Royaume-Uni	3,7	4,0	4,4	4,0	4,5	4,5	4,2	4,4	4,5
Union européenne	2,7	2,8	2,9	3,1	3,3	3,2	3,1	2,9	2,9
États-Unis	1,5	1,6	2,1	2,7	3,2	3,6	3,6	3,6	3,8
Japon	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	0,2	nd

(moyenne annuelle) *(variation mensuelle CVS)*

	2008	2009	2010	2011					
				mars	avril	mai	juin	juil.	août
France	3,2	0,1	1,7	0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,4
Allemagne	2,8	0,2	1,2	0,3	0,3	0,0	0,1	0,2	0,1
Italie	3,5	0,8	1,6	0,4	0,3	0,3	0,2	-0,7	0,4
Zone euro	3,3	0,3	1,6	0,6	0,4	0,0	0,1	-0,1	0,1
Royaume-Uni	3,6	2,2	3,3	0,2	0,8	0,0	0,0	0,4	0,3
Union européenne	3,7	1,0	2,1	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	3,8	-0,4	1,6	0,5	0,4	0,2	-0,2	0,5	0,4
Japon	1,4	-1,3	-0,7	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,4	nd

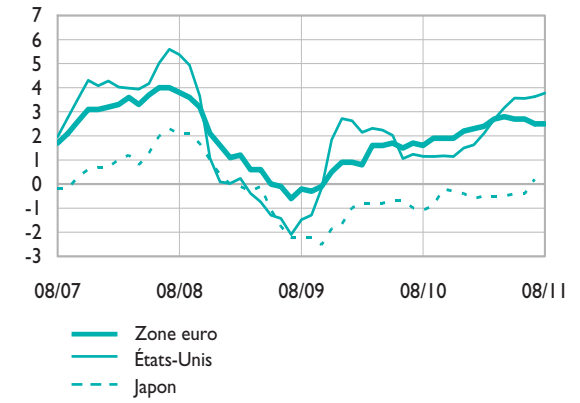
France et zone euro

(glissement annuel en %)



Comparaisons internationales

(glissement annuel en %)



Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon
Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro (composition variable)

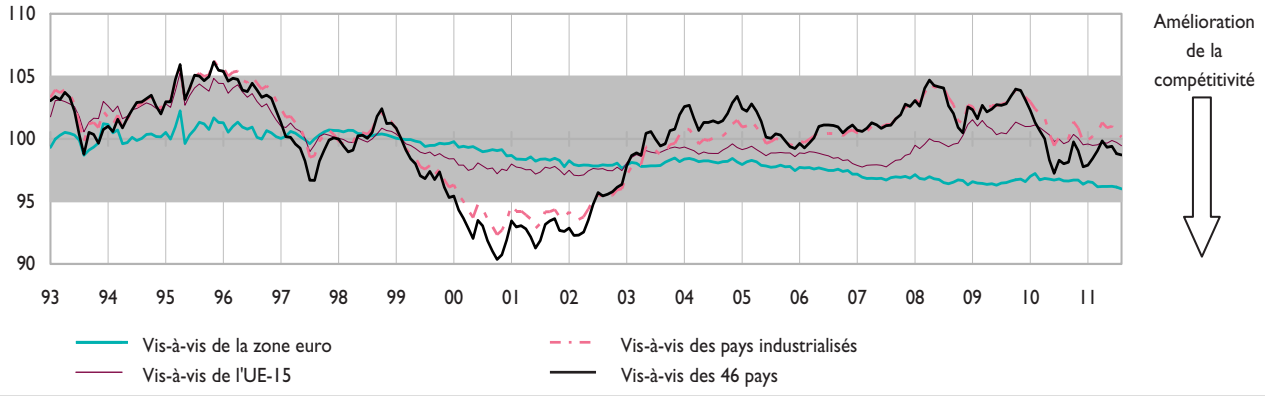
Sources : nationales, Eurostat

Réalisé le 20 septembre 2011

Figure 4
Compétitivité de l'économie française

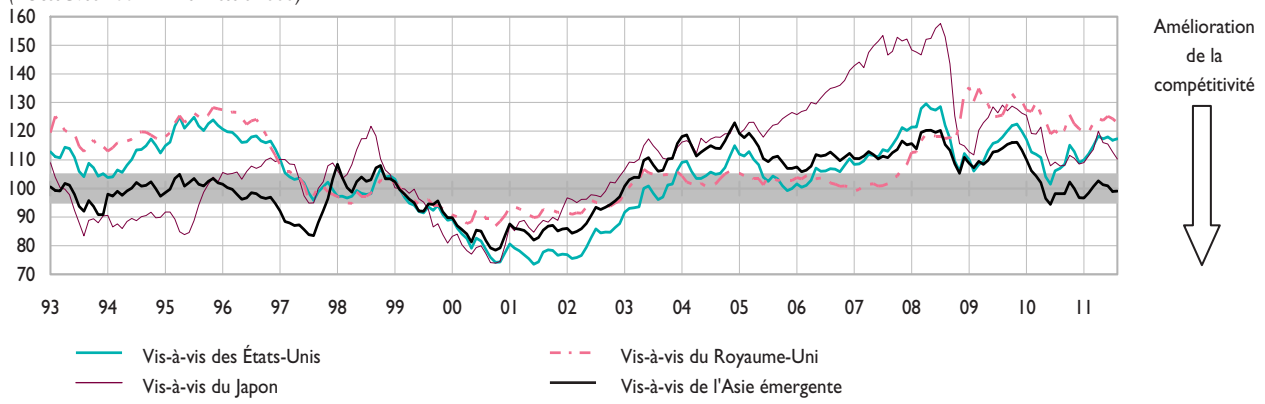
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1er trimestre 1999)



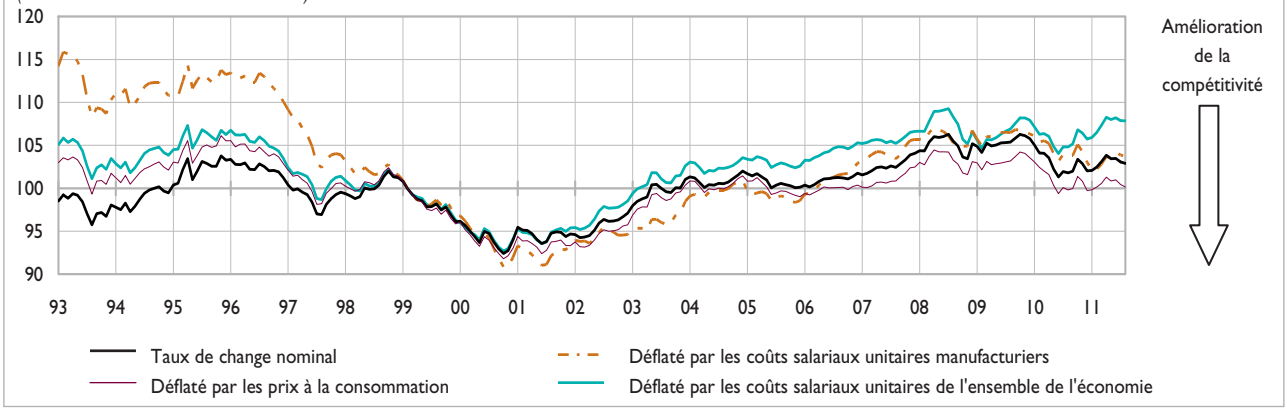
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1er trimestre 1999)



Indicateurs de compétitivité vis-à-vis des 24 partenaires de l'OCDE

(indices base 100 = 1er trimestre 1999)



Partie grise : écart de + ou - 5% par rapport à la moyenne de longue période
Voir notice méthodologique de la partie « Statistiques » du Bulletin
Sources : nationales, Banque de France, BCE, FMI, OCDE, Thomson Financial Datastream

Calculs : Banque de France *Réalisé le 20 septembre 2011*

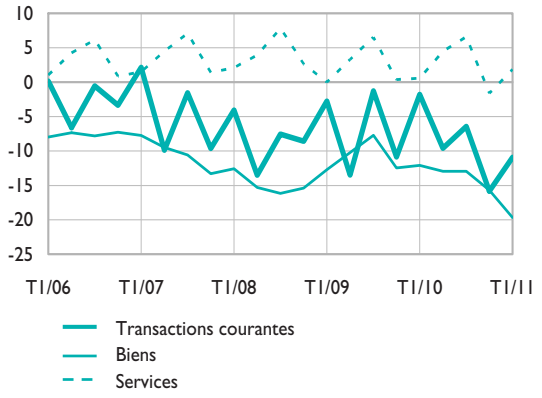
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2009	2010	2010				2011
			T1	T2	T3	T4	T1
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*
Instruments 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**

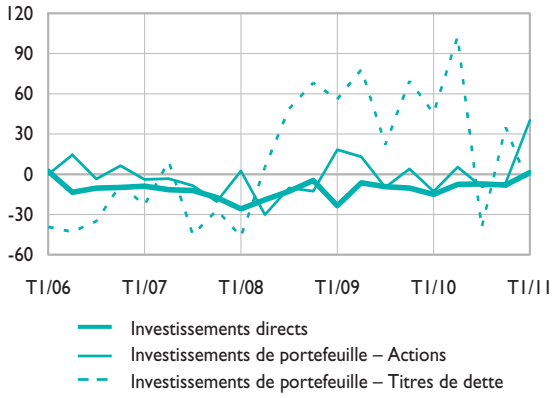
Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 septembre 2011

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	T1
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**

Source : Banque de France *Réalisé le 20 septembre 2011*

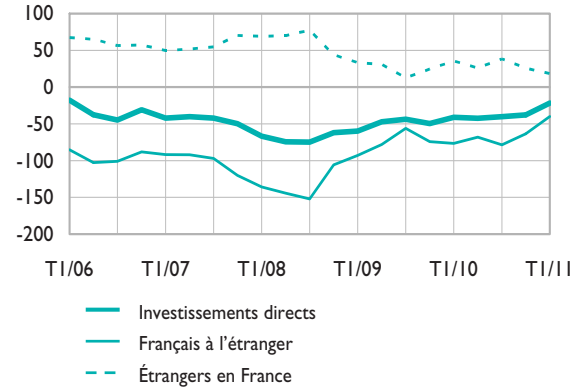
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2009	2010	2010				2011
			T1	T2	T3	T4	T1
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
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*-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
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*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*
Titres de créance à court terme	*-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*
Titres de créance à court terme	*76,3*	*3,5*	*4,3*	*11,3*	*4,4*	*-16,5*	*17,6*
Instruments 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
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*-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**

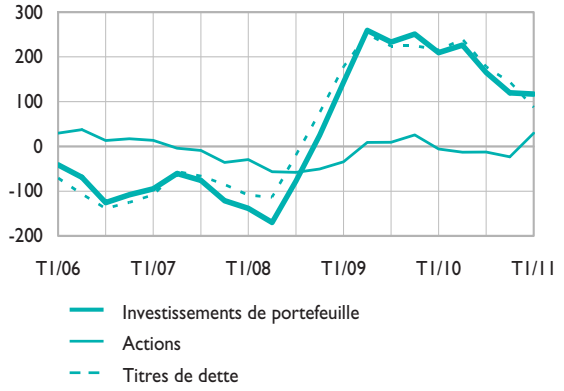
Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 septembre 2011

Figure 8
Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	1er trimestre 2011					
	UEM (a)	UE27 hors UEM (b)	USA	Japon	Suisse	Chine
Compte de transactions courantes	**-5,7**	**1,3**	**-1,6**	**0,0**	**1,5**	**nd**
Recettes	*79,6*	*30,3*	*9,6*	*2,7*	*6,9*	*4,2*
Dépenses	*85,3*	*29,0*	*11,2*	*2,7*	*5,4*	*nd*
Biens	-8,5	0,6	-1,4	-0,6	0,7	-6,0
Recettes	*52,0*	*13,6*	*5,2*	*1,6*	*3,5*	*3,1*
Dépenses	*60,5*	*13,1*	*6,6*	*2,2*	*2,8*	*9,1*
Services	0,6	0,5	0,0	0,1	0,1	0,2
Recettes	*8,4*	*3,6*	*2,0*	*0,4*	*1,3*	*0,8*
Dépenses	*7,8*	*3,1*	*2,0*	*0,3*	*1,2*	*0,6*
Revenus	2,9	0,1	-0,1	0,6	1,2	nd
Recettes	*18,6*	*4,6*	*2,3*	*0,7*	*1,9*	*0,2*
Dépenses (c)	*15,6*	*4,6*	*2,4*	*0,2*	*0,7*	*nd*
Transferts courants	-0,8	0,2	-0,1	0,0	-0,5	0,0
Compte financier						
Investissements directs	-1,9	-2,6	5,8	-0,3	2,4	-0,2
Français à l'étranger	*0,5*	*-3,3*	*5,8*	*-0,3*	*1,4*	*-0,2*
Étrangers en France	*-2,3*	*0,7*	*0,0*	*0,0*	*1,1*	*0,0*
Investissements de portefeuille – Avoirs (d)	-15,4	3,0	-6,1	0,4	0,2	-0,6
Actions	*11,6*	*6,3*	*0,9*	*2,0*	*0,3*	*-0,4*
Obligations	*-25,9*	*-4,0*	*-5,5*	*1,3*	*-0,5*	*0,0*
Titres de créance à court terme	*-1,2*	*0,7*	*-1,5*	*-2,8*	*0,4*	*-0,1*
Autres investissements	-3,0	-22,1	-20,7	0,1	-2,2	-3,0
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*7,9*	*-3,9*	*-17,0*	*-1,3*	*-1,3*	*-3,2*

(a) 17 pays membres (dont Estonie entrée au 1er janvier 2011)
(b) Danemark, Royaume-Uni, Suède, institutions européennes et nouveaux pays membres (République tchèque, 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

Source : Banque de France *Réalisé le 20 septembre 2011*

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2010	2011			Cumul 12 mois	
					2010	2011
	juil.	mai	juin	juil.	juil.	juil.
Compte de transactions courantes	**0,4**	**-9,8**	**-5,6**	**-1,4**	**-24,7**	**-53,5**
Biens	-2,3	-8,1	-5,6	-5,0	-46,8	-70,9
Services	2,9	1,6	2,1	2,9	11,9	11,5
Revenus	2,8	-0,3	-0,2	3,3	36,5	32,5
Transferts courants	-2,9	-3,0	-2,0	-2,6	-26,2	-26,6
Compte de capital	**0,1**	**0,1**	**0,0**	**0,0**	**0,3**	**0,9**
Compte financier	**12,3**	**33,7**	**17,9**	**-9,4**	**73,5**	**45,3**
Investissements directs	-0,6	-2,8	-6,2	-8,5	-41,2	-48,5
Français à l'étranger	*-6,4*	*-5,6*	*-7,3*	*-4,3*	*-71,2*	*-61,5*
Capital social	*-3,6*	*-0,3*	*-2,5*	*-0,1*	*-30,3*	*-18,0*
Bénéfices réinvestis	*-2,0*	*-2,1*	*-2,1*	*-2,1*	*-17,6*	*-24,8*
Autres opérations	*-0,8*	*-3,2*	*-2,7*	*-2,1*	*-23,3*	*-18,7*
Étrangers en France	*5,8*	*2,9*	*1,1*	*-4,2*	*30,0*	*13,0*
Capital social	*1,2*	*0,4*	*1,2*	*-5,3*	*13,3*	*1,6*
Bénéfices réinvestis	*1,1*	*0,8*	*0,8*	*0,8*	*8,0*	*10,8*
Autres opérations	*3,5*	*1,7*	*-0,9*	*0,4*	*8,7*	*0,6*
Investissements de portefeuille	-26,1	12,5	69,8	5,3	214,3	129,1
Avoirs	*-15,0*	*-17,9*	*41,9*	*16,0*	*-1,9*	*27,2*
Actions	*3,1*	*7,7*	*9,6*	*2,4*	*-29,1*	*21,8*
Obligations	*-32,5*	*-11,3*	*9,9*	*7,1*	*-44,5*	*2,0*
Titres de créance à court terme	*14,4*	*-14,3*	*22,4*	*6,5*	*71,8*	*3,3*
Engagements	*-11,1*	*30,4*	*27,9*	*-10,7*	*216,2*	*102,0*
Actions	*-1,8*	*1,0*	*1,1*	*3,1*	*23,2*	*16,8*
Obligations	*-12,6*	*21,0*	*28,9*	*-4,9*	*153,3*	*87,5*
Titres de créance à court terme	*3,3*	*8,3*	*-2,1*	*-9,0*	*39,7*	*-2,3*
Instruments financiers dérivés	4,0	3,0	2,5	-1,7	18,7	12,8
Autres investissements	36,2	24,3	-49,0	-5,3	-116,6	-42,4
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*10,8*	*11,8*	*-46,0*	*-7,7*	*-71,5*	*-49,8*
Avoirs de réserve	-1,3	-3,3	0,8	0,8	-1,7	-5,7
Erreurs et omissions nettes	**-12,8**	**-24,0**	**-12,3**	**10,8**	**-49,2**	**7,3**

Source : Banque de France

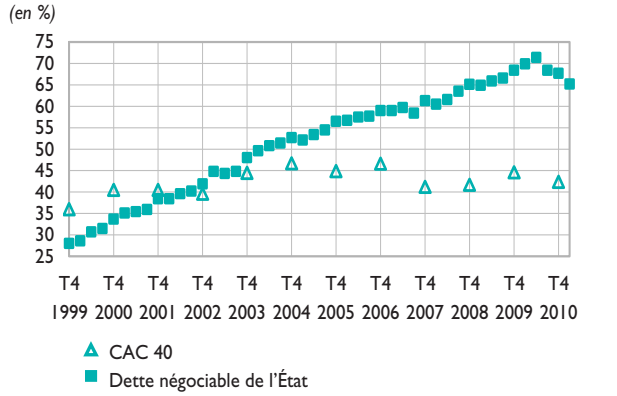
Réalisé le 20 septembre 2011

Figure 10
Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)

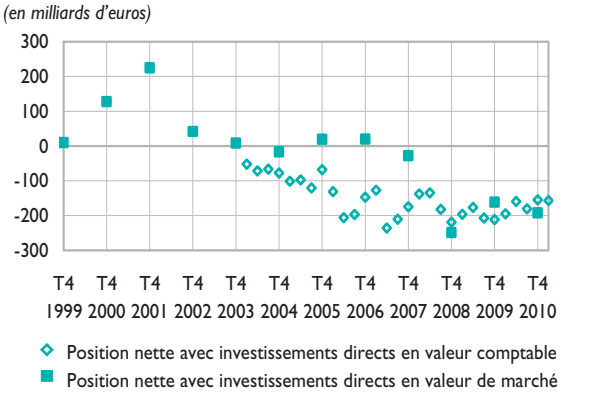
(en milliards d'euros)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T1
Créances	**4 041,2**	**4 533,5**	**4 414,1**	**4 673,2**	**5 061,7**	**5 093,9**
Investissements directs français à l'étranger	793,1	874,2	975,3	1 041,9	1 144,8	1 120,7
Capitaux propres	*548,8*	*598,2*	*658,6*	*700,0*	*775,8*	*758,2*
Autres opérations	*244,3*	*276,0*	*316,7*	*341,9*	*369,0*	*362,5*
Investissements de portefeuille	1 851,0	2 014,1	1 857,4	2 056,3	2 099,7	2 100,1
(titres étrangers détenus par les résidents)						
IFM (secteur résident détenteur)	*755,0*	*743,2*	*730,7*	*731,3*	*655,6*	*661,9*
Non IFM (secteur résident détenteur)	*1 095,9*	*1 270,9*	*1 126,7*	*1 325,0*	*1 444,1*	*1 438,2*
Instruments financiers dérivés	159,2	241,0	234,0	273,5	324,5	355,6
Autres investissements	1 163,3	1 325,7	1 273,5	1 209,1	1 368,2	1 395,8
IFM	*945,6*	*1 094,7*	*1 058,6*	*990,3*	*1 123,2*	*1 129,1*
Non IFM	*217,7*	*231,0*	*214,9*	*218,8*	*245,0*	*266,7*
Avoirs de réserve	74,6	78,6	74,0	92,4	124,5	121,8
Engagements	**-4 188,3**	**-4 708,2**	**-4 633,3**	**-4 884,9**	**-5 216,8**	**-5 250,8**
Investissements directs étrangers en France	-578,7	-649,1	-684,5	-690,7	-722,2	-718,9
Capitaux propres	*-348,7*	*-386,2*	*-395,3*	*-394,2*	*-418,0*	*-421,6*
Autres opérations	*-230,0*	*-262,9*	*-289,2*	*-296,5*	*-304,2*	*-297,2*
Investissements de portefeuille	-1 963,0	-1 987,9	-1 872,5	-2 315,3	-2 450,1	-2 482,1
(titres français détenus par les non-résidents)						
IFM (secteur résident émetteur)	*-484,4*	*-505,4*	*-493,3*	*-554,5*	*-583,2*	*-599,7*
Non IFM (secteur résident émetteur)	*-1 478,6*	*-1 482,5*	*-1 379,2*	*-1 760,8*	*-1 866,9*	*-1 882,4*
Instruments financiers dérivés	-188,9	-312,6	-289,3	-311,8	-397,2	-430,4
Autres investissements	-1 457,7	-1 758,7	-1 787,0	-1 567,0	-1 647,3	-1 619,5
IFM	*-1 245,0*	*-1 465,6*	*-1 345,2*	*-1 197,3*	*-1 298,6*	*-1 267,7*
Non IFM	*-212,7*	*-293,1*	*-441,7*	*-369,8*	*-348,6*	*-351,8*
Position nette	**-147,1**	**-174,7**	**-219,2**	**-211,7**	**-155,1**	**-156,9**

Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État



Position extérieure de la France

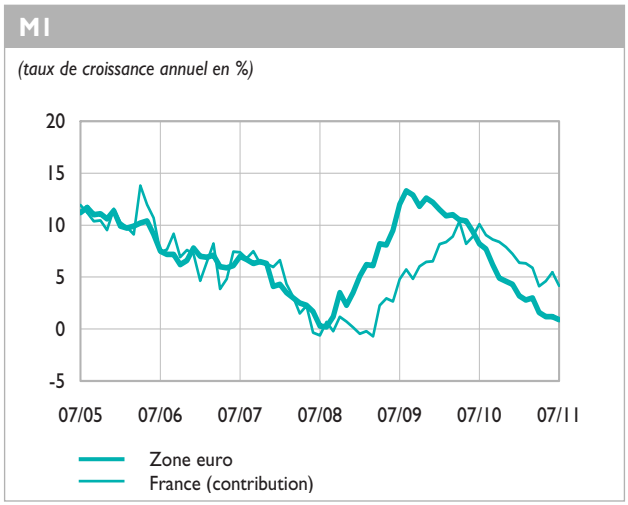


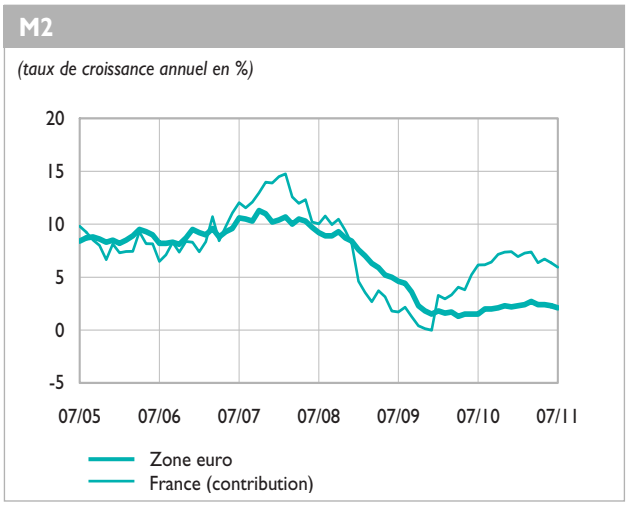
Source : Banque de France *Réalisé le 20 septembre 2011*

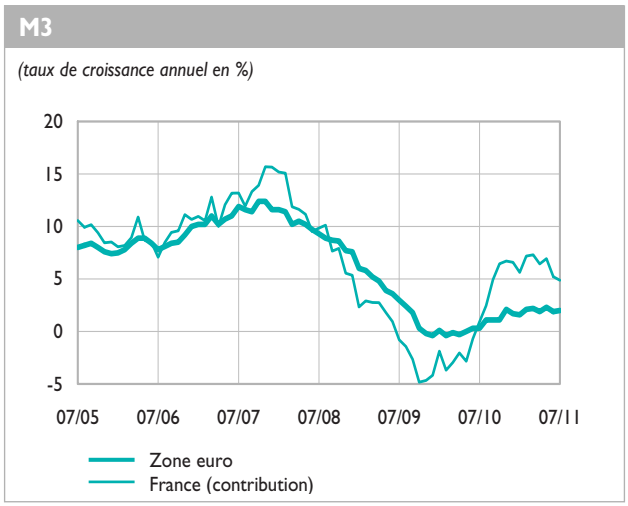
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

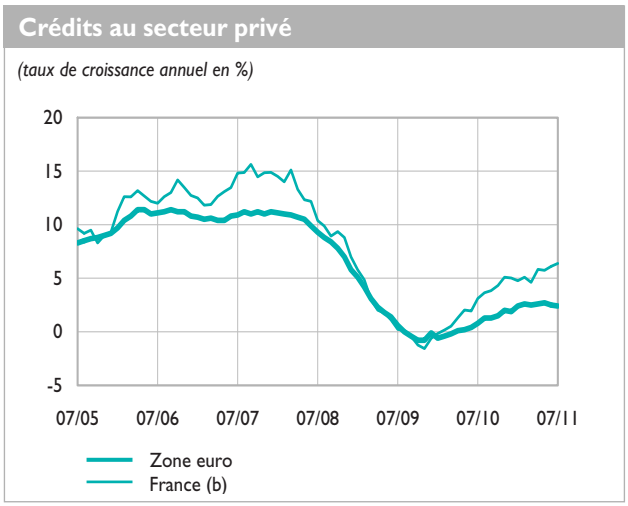
(taux de croissance annuel en %)

	2008	2009	2010	2010	2011						
	déc.	déc.	déc.	juil.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.
M1											
Zone euro (a)	3,5	12,2	4,3	8,2	3,2	2,8	3,0	1,6	1,2	1,2	0,9
France (contribution)	0,2	6,5	7,2	10,1	6,4	6,3	5,9	4,1	4,6	5,5	4,2
M2											
Zone euro (a)	8,4	1,5	2,2	1,5	2,3	2,4	2,7	2,4	2,4	2,3	2,1
France (contribution)	8,1	0,0	7,4	6,2	6,9	7,3	7,4	6,4	6,7	6,4	5,9
M3											
Zone euro (a)	7,6	-0,4	1,7	0,3	1,6	2,1	2,2	1,9	2,3	1,9	2,0
France (contribution)	5,3	-4,2	6,6	0,9	5,6	7,2	7,3	6,4	6,9	5,2	4,9
Crédits au secteur privé											
Zone euro (a)	5,8	-0,1	1,9	0,8	2,4	2,6	2,5	2,6	2,7	2,5	2,4
France (b)	7,0	-0,6	5,0	3,1	4,8	5,1	4,6	5,8	5,7	6,1	6,4









(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 20 septembre 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.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Actif								
Territoire national	220,2	165,1	89,7	94,5	76,0	78,3	77,5	84,8
Crédits	190,7	129,1	42,3	56,7	21,5	22,4	21,3	29,6
IFM	*190,6*	*129,0*	*42,1*	*56,6*	*21,4*	*22,2*	*21,1*	*29,4*
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	37,8	54,5	55,9	56,2	55,1
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*	*37,8*	*54,5*	*55,9*	*56,2*	*55,1*
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	82,1	84,1	85,4	86,0	85,4
Reste du monde	110,7	96,3	99,1	85,6	100,9	109,8	111,5	112,2
Avoirs en or	49,8	60,0	82,6	71,0	81,4	83,8	81,7	89,2
Non ventilés par zones géographiques (a)	115,8	111,7	127,1	134,7	132,4	130,4	127,6	142,8
Total	**557,1**	**510,1**	**485,3**	**467,9**	**474,7**	**487,7**	**484,3**	**514,4**
Passif								
Dépôts – Territoire national	105,1	84,5	51,2	63,0	49,2	45,3	57,5	69,7
IFM	94,3	64,9	49,3	60,9	48,5	44,3	56,7	68,7
Administration centrale	10,3	18,0	1,5	1,7	0,3	0,5	0,4	0,5
Autres secteurs (à vue)	0,5	1,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
Dépôts – Autres États de la zone euro	117,7	62,0	28,3	19,9	22,7	28,9	18,3	7,4
IFM	117,7	62,0	28,3	19,9	22,7	28,9	18,3	7,4
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	108,2	122,8	130,6	133,0	145,7
Non ventilés par zones géographiques	234,9	250,9	282,9	276,8	280,1	283,0	275,4	291,7
Billets et pièces en circulation (b)	147,3	153,7	160,1	156,5	158,7	159,4	161,1	162,8
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital et réserves	58,6	70,6	97,6	96,0	95,8	98,2	95,9	103,4
Autres	29,0	26,6	25,2	24,3	25,6	25,4	18,4	25,6
Total	**557,1**	**510,1**	**485,3**	**467,9**	**474,7**	**487,7**	**484,3**	**514,4**

(a) Y compris l'ajustement lié au nouveau mode de comptabilisation des billets au passif du bilan de la Banque de France depuis janvier 2002
(b) Depuis janvier 2002, les billets en circulation font l'objet d'un traitement statistique qui prend en compte les conventions comptables adoptées au niveau de la zone euro. Les billets en euros en circulation sont désormais émis légalement à hauteur de 8 % par la Banque centrale européenne, le solde étant réparti entre les différents pays de la zone au prorata *de la part détenue par chaque banque centrale nationale dans le capital de la BCE.*

Source : Banque de France *Réalisé le 20 septembre 2011*

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.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Actif								
Territoire national	4 517,7	4 527,2	4 568,2	4 700,9	4 604,0	4 609,7	4 641,2	4 710,5
Crédits	3 493,6	3 509,9	3 562,1	3 677,4	3 698,9	3 693,5	3 708,8	3 784,3
IFM	*1 480,2*	*1 486,5*	*1 413,9*	*1 585,4*	*1 497,8*	*1 489,5*	*1 496,1*	*1 558,3*
APU	*173,8*	*196,1*	*217,8*	*199,7*	*197,6*	*188,4*	*187,2*	*188,1*
Secteur privé	*1 839,6*	*1 827,4*	*1 930,4*	*1 892,3*	*2 003,5*	*2 015,6*	*2 025,5*	*2 037,9*
Titres autres que des actions	636,2	622,6	613,6	635,1	537,6	546,4	565,1	559,0
IFM ≤ 2 ans	*242,6*	*229,8*	*208,5*	*225,7*	*175,9*	*176,5*	*170,9*	*169,5*
IFM > 2 ans	*121,8*	*113,4*	*134,8*	*120,2*	*100,8*	*105,1*	*126,3*	*127,9*
APU	*149,7*	*159,7*	*152,1*	*160,8*	*139,1*	*137,6*	*145,9*	*138,2*
Secteur privé	*122,1*	*119,8*	*118,3*	*128,4*	*121,8*	*127,1*	*122,0*	*123,3*
Titres d'OPCVM monétaires	90,3	79,1	52,6	59,0	55,8	56,8	53,2	52,8
Actions et autres participations	297,7	315,5	339,9	329,3	311,7	313,0	314,0	314,4
Autres États de la zone euro	1 006,4	1 034,4	1 020,2	1 062,3	951,3	958,9	914,9	919,2
Reste du monde	926,0	848,2	962,9	960,5	970,9	1 017,5	955,1	972,4
Non ventilés par zones géographiques	1 260,4	1 247,1	1 278,7	1 424,0	1 288,2	1 332,9	1 288,6	1 377,3
Total	**7 710,6**	**7 656,7**	**7 830,1**	**8 147,8**	**7 814,4**	**7 919,0**	**7 799,9**	**7 979,3**
Passif								
Dépôts – Territoire national	3 043,5	3 099,0	3 035,3	3 197,3	3 174,4	3 167,7	3 217,0	3 273,7
IFM	1 605,1	1 571,3	1 423,1	1 619,2	1 489,8	1 486,1	1 488,6	1 560,1
Administration centrale	23,4	28,3	28,7	36,5	34,2	36,9	70,4	44,5
Autres secteurs	1 415,0	1 499,4	1 583,5	1 541,6	1 650,4	1 644,7	1 658,1	1 669,1
Dépôts à vue	*434,4*	*463,1*	*502,1*	*484,2*	*500,0*	*489,2*	*507,9*	*513,5*
Dépôts à terme ≤ 2 ans	*185,3*	*131,3*	*133,4*	*128,0*	*136,2*	*137,6*	*135,0*	*137,4*
Dépôts à terme > 2 ans	*260,9*	*362,4*	*377,0*	*372,7*	*424,3*	*426,9*	*431,7*	*430,3*
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	*486,0*	*501,1*	*518,8*	*504,5*	*537,7*	*538,6*	*537,8*	*542,8*
Pensions	*48,5*	*41,5*	*52,3*	*52,2*	*52,2*	*52,3*	*45,7*	*45,1*
Dépôts – Autres États de la zone euro	377,6	338,3	380,3	375,0	393,8	394,0	375,7	385,4
IFM	277,6	229,3	220,6	234,9	238,5	231,0	229,7	233,1
Autres secteurs	100,1	109,0	159,7	140,1	155,3	163,0	146,0	152,3
Dépôts – reste du monde	985,3	880,9	968,9	958,0	945,2	1 002,0	912,1	931,9
Non ventilés par zones géographiques	3 304,1	3 338,6	3 445,6	3 617,4	3 301,0	3 355,2	3 295,0	3 388,4
Titres de créance émis ≤ 2 ans	*458,6*	*381,4*	*409,8*	*412,1*	*409,1*	*408,9*	*395,0*	*381,3*
Titres de créance émis > 2 ans	*689,3*	*715,2*	*754,9*	*748,7*	*780,4*	*785,7*	*810,7*	*817,8*
Titres d'OPCVM monétaires	483,3	479,2	394,3	424,2	389,8	394,1	371,3	368,1
Capital et réserves	416,1	454,7	476,7	466,2	483,5	483,8	491,9	493,4
Autres	1 256,8	1 308,1	1 409,9	1 566,3	1 238,3	1 282,5	1 226,2	1 327,7
Total	**7 710,6**	**7 656,7**	**7 830,1**	**8 147,8**	**7 814,4**	**7 919,0**	**7 799,9**	**7 979,3**

NB : Depuis juillet 2003, les opérations financières de La Poste sont recensées dans le bilan des institutions financières monétaires. Il en résulte notamment un accroissement, à l'actif, du poste « Actions et autres participations » et, au passif, des postes « Dépôts à vue » et « Capital et réserves ».

Source : Banque de France *Réalisé le 20 septembre 2011*

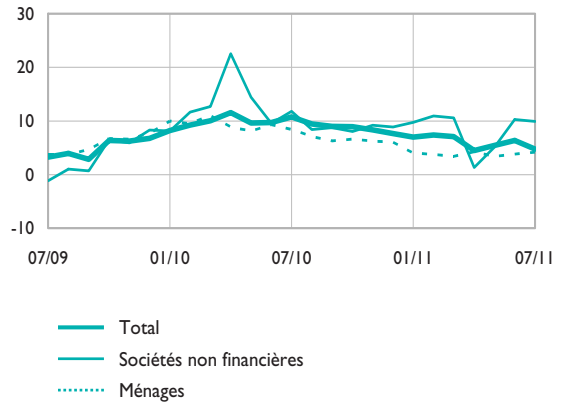
Figure 14
Dépôts – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)

	2008	2009	2010	2010	2011			
	déc.	déc.	déc.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	447,8	481,1	516,3	489,1	500,6	493,9	513,8	521,9
Ménages et assimilés	*243,7*	*262,4*	*278,4*	*277,5*	*283,0*	*274,6*	*283,2*	*291,7*
Sociétés non financières	*154,5*	*167,0*	*182,5*	*160,1*	*171,2*	*171,7*	*181,2*	*180,3*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*49,6*	*51,7*	*55,4*	*51,5*	*46,4*	*47,6*	*49,4*	*49,9*
Autres agents	33,6	32,6	38,7	42,6	40,6	37,4	36,2	35,8
Total – Encours	**481,4**	**513,7**	**555,1**	**531,7**	**541,2**	**531,3**	**550,0**	**557,7**
Total – Taux de croissance	**-3,8**	**6,8**	**7,6**	**10,8**	**4,5**	**5,4**	**6,4**	**4,8**
Comptes sur livret								
Livrets A et bleus	164,4	183,4	193,5	187,2	202,6	203,3	203,7	205,7
Comptes épargne-logement	36,7	36,6	36,1	35,8	36,4	36,3	36,1	36,2
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	70,2	69,1	68,0	68,2	69,0	68,8	68,5	68,8
Livrets d'épargne populaire	62,0	58,3	54,4	55,5	53,0	52,9	52,8	52,8
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	150,8	169,8	170,5	169,9	172,5
Total – Encours	**486,0**	**501,1**	**518,8**	**504,5**	**537,7**	**538,6**	**537,8**	**542,8**
Total – Taux de croissance	**11,1**	**3,1**	**3,5**	**0,6**	**6,1**	**6,6**	**6,6**	**7,1**

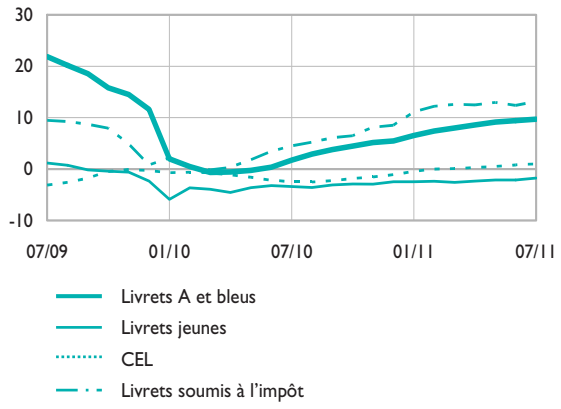
Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 septembre 2011

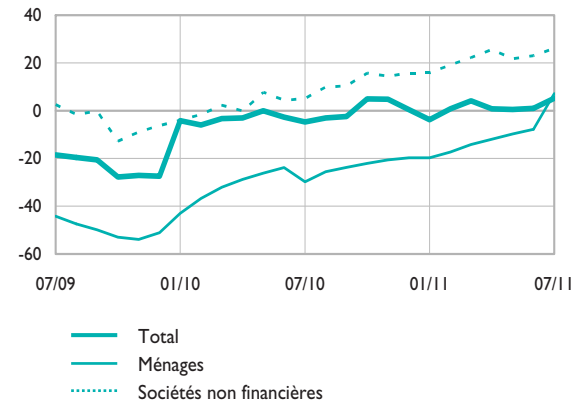
Figure 15
Dépôts à terme – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)

	2008	2009	2010	2010	2011			
	déc.	déc.	déc.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	121,9	86,1	89,1	82,2	98,1	99,8	99,2	103,1
Ménages et assimilés	*62,4*	*30,4*	*24,5*	*25,3*	*29,1*	*29,4*	*29,7*	*30,6*
Sociétés non financières	*58,8*	*55,1*	*63,9*	*56,1*	*68,1*	*69,4*	*68,6*	*71,6*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*0,8*	*0,6*	*0,7*	*0,8*	*0,9*	*1,0*	*0,9*	*1,0*
Autres agents	63,4	45,1	44,2	45,8	38,1	37,8	35,8	34,3
Total – Encours	**185,3**	**131,3**	**133,4**	**128,0**	**136,2**	**137,6**	**135,0**	**137,4**
Total – Taux de croissance	**45,0**	**-27,4**	**0,5**	**-4,7**	**0,8**	**0,5**	**1,0**	**5,2**
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	236,5	264,3	282,6	272,8	292,7	294,5	294,3	295,1
Ménages et assimilés	*223,2*	*241,4*	*248,0*	*242,4*	*251,9*	*252,2*	*251,8*	*251,9*
PEL	*168,7*	*173,8*	*182,3*	*176,5*	*183,3*	*183,3*	*182,8*	*182,7*
PEP	*29,3*	*29,0*	*26,6*	*27,0*	*25,5*	*25,3*	*25,0*	*24,8*
Autres	*25,1*	*38,6*	*39,1*	*38,9*	*43,1*	*43,6*	*44,0*	*44,4*
Sociétés non financières	*13,3*	*22,5*	*34,0*	*29,8*	*40,0*	*41,6*	*41,8*	*42,3*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*0,1*	*0,4*	*0,6*	*0,6*	*0,7*	*0,7*	*0,8*	*0,8*
Autres agents	24,4	98,1	94,4	99,9	131,6	132,4	137,3	135,3
Total – Encours	**260,9**	**362,4**	**377,0**	**372,7**	**424,3**	**426,9**	**431,7**	**430,3**
Total – Taux de croissance	**-5,9**	**38,1**	**3,5**	**7,9**	**7,0**	**7,1**	**8,6**	**7,6**

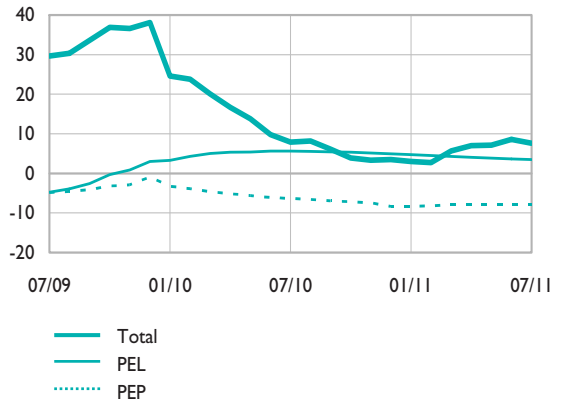
Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 20 septembre 2011

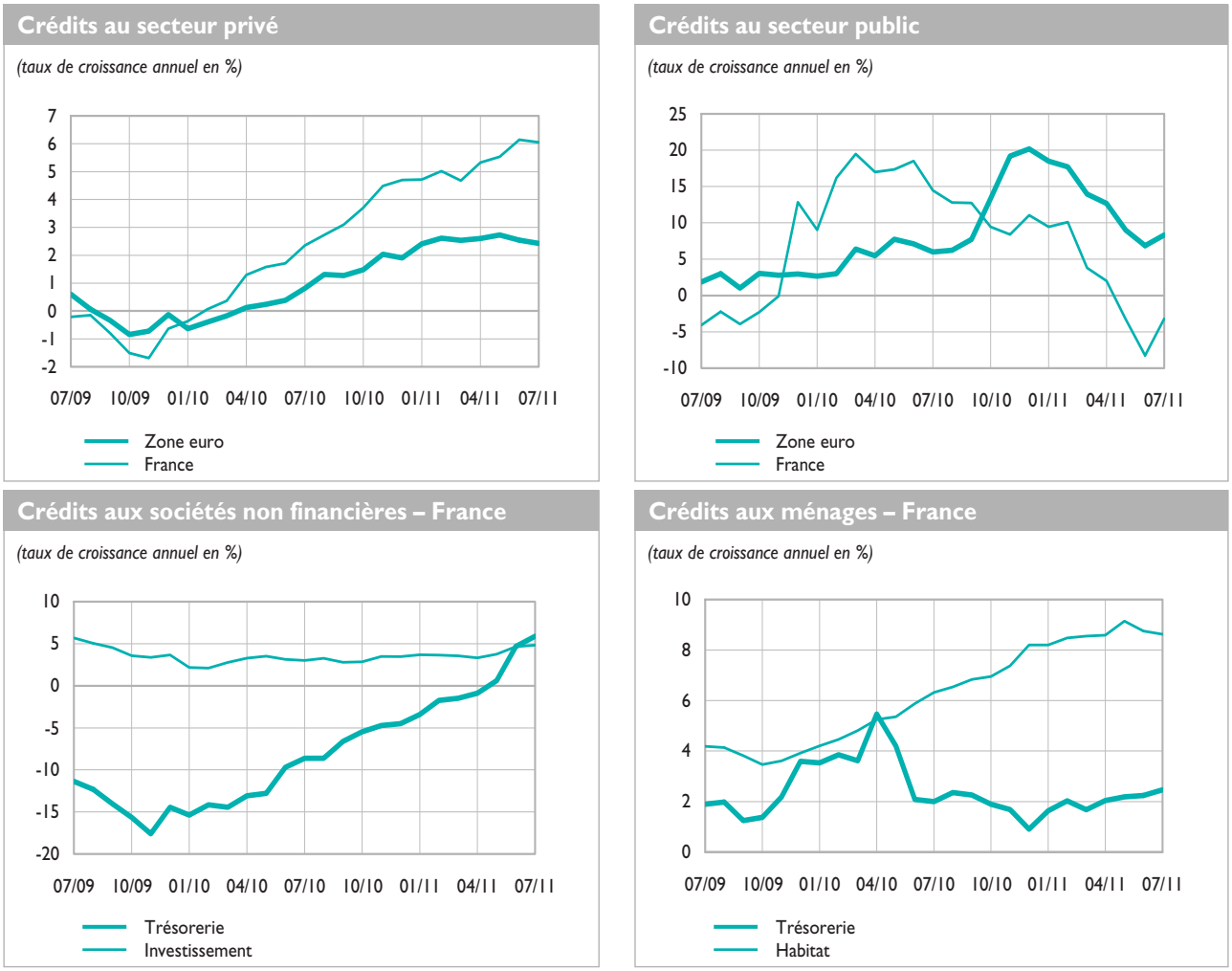
Figure 16
Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance annuel en %)

	2008	2009	2010	2010	2011				
	déc.	déc.	déc.	juil.	mars	avril	mai	juin	juil.
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 839,8	1 827,5	1 930,6	1 892,5	1 981,1	2 003,6	2 015,8	2 025,7	2 038,1
Administrations publiques	173,8	196,1	217,8	199,7	204,0	197,6	188,4	187,2	188,1
Total – Encours	**2 013,5**	**2 023,6**	**2 148,4**	**2 092,1**	**2 185,0**	**2 201,3**	**2 204,2**	**2 212,9**	**2 226,2**
Secteur privé	6,2	-0,6	4,7	2,4	4,7	5,3	5,5	6,1	6,1
Administrations publiques	3,1	12,8	11,0	14,5	3,8	2,0	-3,3	-8,2	-3,2
Total – Taux de croissance	**5,9**	**0,5**	**5,3**	**3,4**	**4,6**	**5,0**	**4,7**	**4,7**	**5,2**
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	312,6	323,9	335,7	330,9	334,0	335,9	338,1	339,6	342,6
Trésorerie	216,2	184,5	177,9	179,6	183,3	187,2	187,7	193,7	196,7
Autres objets	252,9	260,9	267,2	265,4	273,5	273,9	273,1	274,9	274,8
Total – Encours	**781,6**	**769,3**	**780,8**	**775,9**	**790,8**	**797,0**	**798,9**	**808,2**	**814,1**
Total – Taux de croissance	**9,5**	**-1,2**	**1,2**	**0,2**	**2,0**	**2,3**	**2,5**	**4,2**	**4,5**
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	710,0	737,6	796,6	764,1	808,4	812,3	819,0	825,0	832,0
Trésorerie	145,5	152,9	154,7	152,4	150,3	149,2	149,7	152,2	149,3
Autres objets	84,7	84,2	87,1	84,9	88,9	90,0	90,6	90,7	90,7
Total – Encours	**940,1**	**974,7**	**1 038,4**	**1 001,4**	**1 047,6**	**1 051,6**	**1 059,4**	**1 067,9**	**1 072,0**
Total – Taux de croissance	**7,3**	**4,0**	**6,6**	**5,2**	**6,8**	**6,7**	**7,3**	**7,4**	**7,2**

Source : Banque de France *Réalisé le 20 septembre 2011*

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 20 septembre 2011

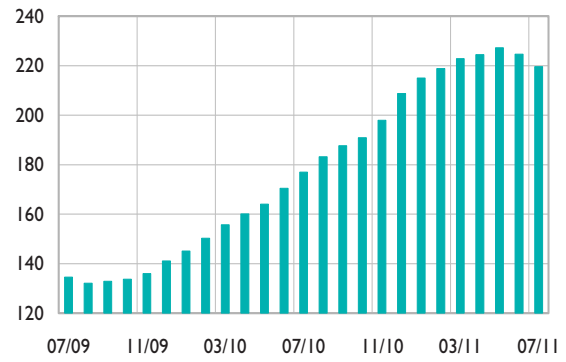
Figure 18
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France

(hors découvert, en cumul sur 12 mois, montants en milliards d'euros)

	2010			2011		
	mai	juin	juil.	mai	juin	juil.
Ensemble des contrats nouveaux	**395,4**	**402,1**	**410,8**	**464,0**	**464,6**	**464,6**
Crédits aux ménages	**164,0**	**170,4**	**177,0**	**227,2**	**224,6**	**219,5**
Consommation (hors découvert)	52,7	53,0	52,9	50,4	49,6	49,2
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	13,5	14,5	15,4	18,4	17,9	17,1
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	97,8	102,9	108,7	158,4	157,2	153,3
Crédits aux sociétés non financières	**231,4**	**231,7**	**233,9**	**236,8**	**239,9**	**245,0**
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	151,0	151,2	152,7	158,0	161,4	167,8
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	80,5	80,5	81,1	78,9	78,5	77,3

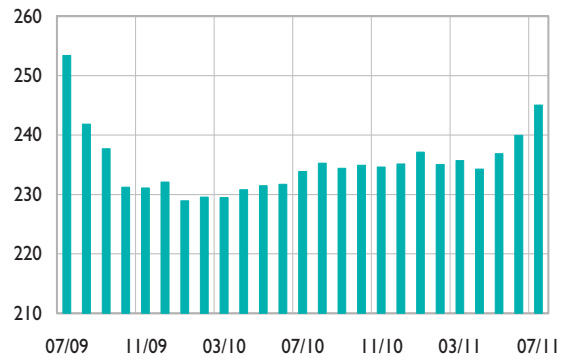
Ménages

(en milliards d'euros)



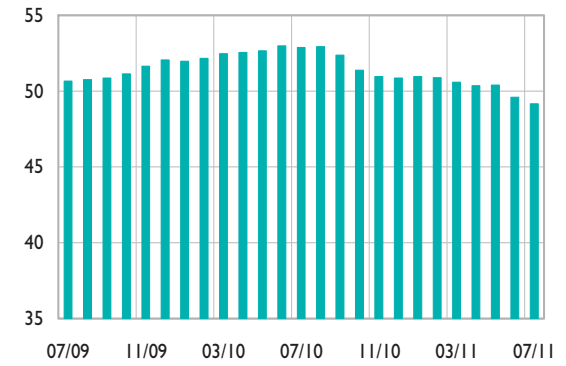
Sociétés

(en milliards d'euros)



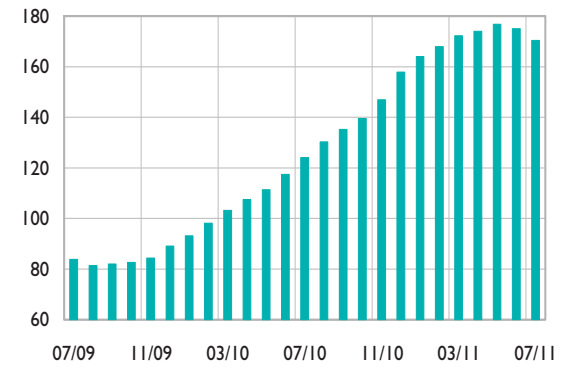
Consommation des ménages (hors découvert)

(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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 septembre 2011*

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
	2010				2011	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	-19,4	-4,0	-0,4	-17,7	-3,8	809,1
dont dépôts inclus dans M3 (a)	*-20,9*	*2,3*	*5,8*	*-9,7*	*-9,2*	*184,0*
Titres de créance à court terme	-28,6	-15,1	-3,3	3,4	1,7	42,8
Titres de créance à long terme	120,9	139,1	160,7	154,0	129,5	2 598,9
Crédits	12,0	12,1	14,4	31,4	27,3	489,0
Actions et autres participations	179,5	126,1	92,6	44,1	29,7	2 387,6
dont actions cotées	*-74,0*	*-71,1*	*4,3*	*1,7*	*-0,4*	*435,3*
Actifs nets résiduels	24,9	16,4	19,7	16,0	-5,6	245,4
Financements						
Titres de créance	3,1	4,5	1,6	0,3	0,1	31,1
Crédits	-11,3	-4,2	15,3	11,0	5,9	271,9
Actions et autres participations	-0,8	2,1	2,5	2,1	2,0	439,1
Provisions techniques d'assurance	274,6	266,1	259,2	240,5	210,1	5 945,8
Assurance-vie	*262,4*	*255,2*	*248,8*	*226,9*	*200,0*	*5 097,1*
Assurance-dommages	*12,2*	*10,9*	*10,4*	*13,6*	*10,1*	*848,7*
Solde des créances et dettes (B9B)	**23,8**	**6,1**	**5,1**	**-22,7**	**-39,3**	

(en milliards d'euros)

France	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2010				2011	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	-0,5	1,1	2,1	2,2	3,7	23,3
Titres de créance à court terme	-15,6	-9,4	-0,8	6,2	3,7	20,5
Titres de créance à long terme	97,7	74,5	91,2	97,5	86,6	1 090,8
Crédits	-1,1	-0,4	-3,9	-2,4	-2,2	34,6
Actions et autres participations	13,1	25,3	7,0	-18,7	-30,3	620,4
dont actions cotées	*6,0*	*6,0*	*5,2*	*-5,9*	*-1,5*	*83,7*
Actifs nets résiduels	3,6	-1,0	2,0	0,1	1,1	8,4
Financements						
Titres de créance	0,5	1,0	1,4	0,6	1,1	7,5
Crédits	-8,2	-6,2	3,5	12,0	11,6	90,8
Actions et autres participations	3,6	2,7	1,3	0,3	0,0	101,2
Provisions techniques d'assurance	99,0	95,9	94,1	89,0	76,4	1 651,7
Assurance-vie et fonds de pension	*88,8*	*84,6*	*83,0*	*77,8*	*68,5*	*1 382,0*
Assurance-dommages	*10,1*	*11,3*	*11,1*	*11,2*	*7,9*	*269,6*
Solde des créances et dettes (B9B)	**11,5**	**6,0**	**6,9**	**-7,2**	**-18,6**	

(a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des assurances auprès des IFM et des administrations centrales

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 septembre 2011*

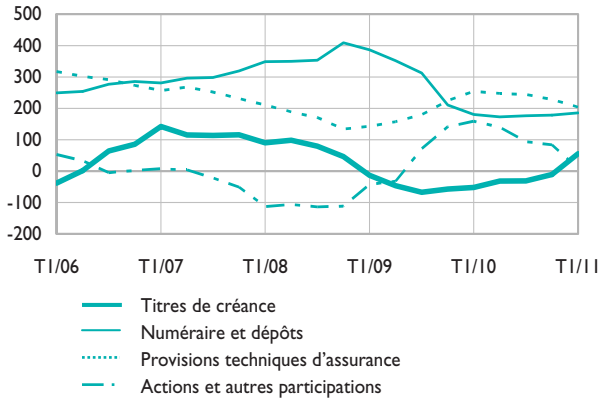
Figure 20
Placements et financements des ménages – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2010				2011	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	180,9	172,9	176,3	178,7	185,4	6 640,9
dont dépôts inclus dans M3 (a)	*33,0*	*29,2*	*55,6*	*85,5*	*111,1*	*5 028,1*
Titres de créance à court terme	-62,3	-47,4	-19,9	-10,6	12,1	58,7
Titres de créance à long terme	10,5	15,8	-10,8	0,2	44,0	1 374,1
Actions et autres participations	159,0	139,5	93,8	84,2	7,8	4 566,8
Actions cotées	47,3	33,5	26,0	14,5	6,1	814,4
Actions non cotées et autres participations	82,3	99,1	74,3	81,4	38,3	2 236,1
Titres d'OPCVM	29,5	6,9	-6,5	-11,6	-36,6	1 516,3
dont titres d'OPCVM monétaires	*-74,2*	*-72,7*	*-83,6*	*-50,3*	*-37,1*	*208,0*
Provisions techniques d'assurance	254,3	247,5	244,0	228,4	203,9	5 728,6
Actifs nets résiduels	4,9	-0,6	22,1	14,0	19,0	-45,8
Financements						
Crédits	135,3	143,8	142,5	150,0	147,0	6 083,5
dont crédits des IFM de la zone euro	*107,5*	*135,3*	*134,3*	*147,1*	*169,2*	*5 255,6*
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	426,8	77,3	4,9	91,1	60,5	
Provisions techniques d'assurance	266,6	172,3	114,8	77,1	-8,7	
Autres flux	34,4	1,9	-7,8	-56,2	-89,1	
Variation de la valeur financière nette	**1 139,9**	**635,5**	**474,9**	**457,0**	**287,8**	

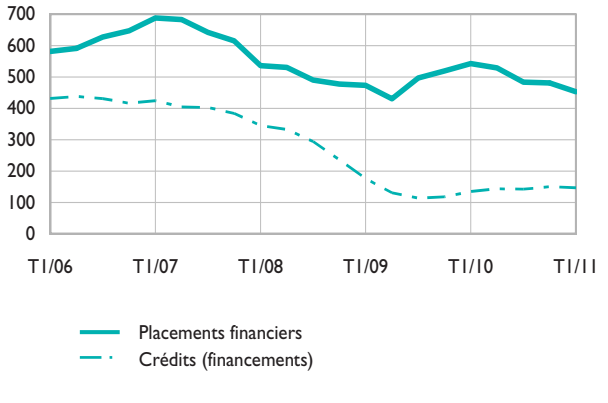
Flux de placements financiers

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



Flux de placements financiers et de financements

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



(a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des ménages auprès des IFM et des administrations centrales

Source : Banque centrale européenne *Réalisé le 20 septembre 2011*

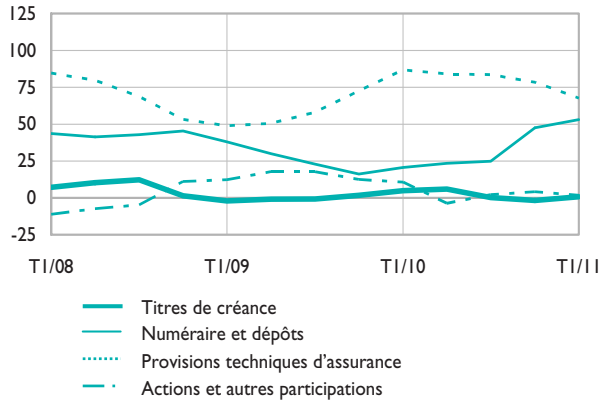
Figure 21
Placements et financements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2010				2011	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	20,7	23,4	24,9	47,6	53,1	1 168,6
Titres de créance à court terme	-1,7	0,5	0,1	-1,2	-0,7	1,9
Titres de créance à long terme	6,6	5,5	0,1	-0,5	1,5	62,0
Actions et autres participations	10,6	-3,7	2,1	4,2	1,7	1 032,7
Actions cotées	9,3	6,1	4,6	1,9	-0,6	199,1
Actions non cotées et autres participations	16,0	13,0	15,5	15,3	15,1	552,0
Titres d'OPCVM	-14,7	-22,7	-18,0	-12,9	-12,8	281,6
dont titres d'OPCVM monétaires	*-19,4*	*-20,7*	*-18,7*	*-12,5*	*-12,3*	*45,6*
Provisions techniques d'assurance	86,8	84,0	83,6	78,5	67,6	1 491,1
Actifs nets résiduels	5,3	16,2	35,7	23,5	21,1	62,0
Financements						
Crédits	46,5	48,9	53,1	61,5	63,3	1 074,3
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	190,4	101,7	59,3	63,6	41,5	
Provisions techniques d'assurance	36,0	11,8	1,3	-2,9	-1,5	
Autres flux	3,5	-1,5	1,6	-1,6	2,9	
Variation de la valeur financière nette	**311,7**	**189,0**	**155,6**	**149,6**	**123,8**	

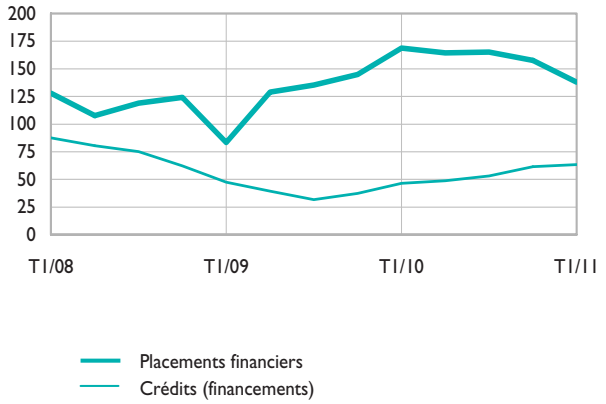
Flux de placements financiers

(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)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 septembre 2011

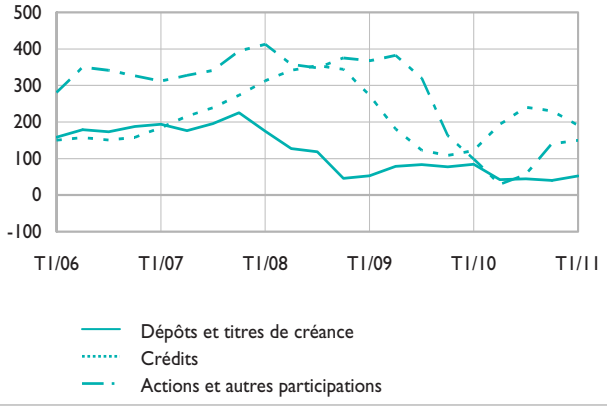
Figure 22
Placements et financements des sociétés non financières – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2010				2011	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	93,9	51,2	46,6	48,3	51,2	1 868,1
dont dépôts inclus dans M3 (a)	*88,8*	*49,6*	*46,1*	*68,0*	*63,1*	*1 560,9*
Titres de créance	-9,9	-9,1	-2,2	-8,3	1,2	345,4
Crédits	121,8	193,4	240,3	230,4	190,7	2 957,0
Actions et autres participations	98,6	29,0	56,7	140,6	149,6	7 970,6
Provisions techniques d'assurance	2,5	2,2	2,1	1,8	1,8	179,1
Actifs nets résiduels	47,0	53,2	61,6	-8,2	1,3	-69,6
Financements						
Endettement	113,3	126,6	229,6	214,3	227,3	9 637,8
Crédits	8,4	42,0	159,6	147,5	184,8	8 451,0
dont crédits des IFM de la zone euro	*-114,6*	*-81,4*	*-25,8*	*-2,6*	*41,7*	*4 705,5*
Titres de créance	102,5	82,8	68,8	63,1	39,0	851,3
Réserves de fonds de pension	2,4	1,8	1,1	3,7	3,4	335,5
Actions et autres participations	240,1	204,5	204,6	245,2	254,2	13 410,8
Actions cotées	*67,1*	*47,2*	*37,1*	*31,1*	*31,2*	*3 923,5*
Actions non cotées et autres participations	*173,0*	*157,3*	*167,5*	*214,1*	*223,0*	*9 487,3*
Solde des créances et dettes (B9B)	**0,4**	**-11,0**	**-29,2**	**-54,8**	**-85,7**	

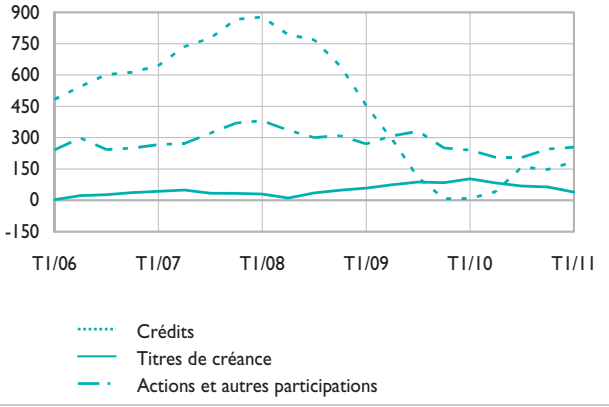
Flux de placements financiers

(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

Source : Banque centrale européenne *Réalisé le 20 septembre 2011*

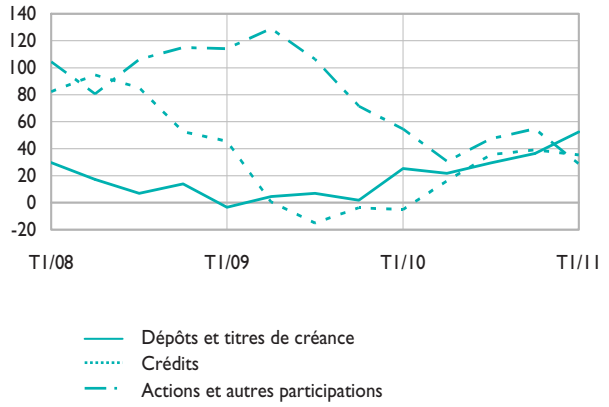
Figure 23
Placements et financements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2010				2011	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	29,1	23,5	26,3	34,8	53,2	358,8
Titres de créance	-3,8	-1,8	3,2	1,5	-0,7	68,3
Crédits	-5,1	16,2	35,6	39,1	35,4	793,7
Actions et autres participations	54,6	30,6	47,4	54,7	28,6	2 806,4
Provisions techniques d'assurance	-0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	52,7
Actifs nets résiduels	22,7	3,5	1,2	1,0	3,9	63,7
Financements						
Endettement	13,5	17,3	44,2	47,1	48,3	2 027,0
Crédits	-38,0	-18,8	14,3	21,4	28,0	1 629,7
Titres de créance	51,5	36,1	29,8	25,7	20,3	397,3
Actions et autres participations	109,7	103,0	103,5	108,3	100,8	4 300,7
Actions cotées	*20,7*	*11,3*	*10,9*	*7,6*	*6,8*	*1 172,0*
Actions non cotées et autres participations	*89,0*	*91,8*	*92,6*	*100,7*	*94,0*	*3 128,7*
Solde des créances et dettes (B9B)	**-25,9**	**-48,3**	**-33,7**	**-23,9**	**-28,3**	

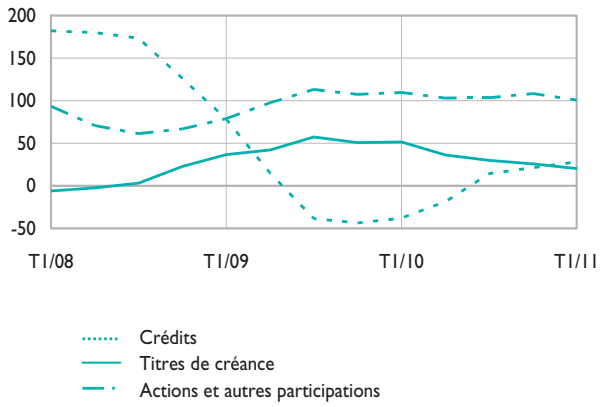
Flux de placements financiers

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Flux de financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 septembre 2011

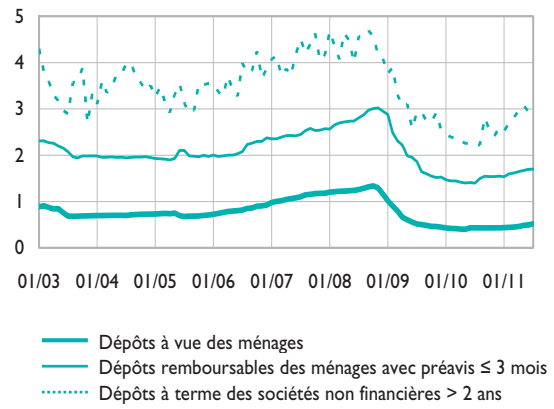
Figure 24
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2009	2010	2010	2011				
	déc.	déc.	juil.	mars	avril	mai	juin	juil.
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,45	0,43	0,43	0,45	0,46	0,49	0,49	0,52
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,53	1,55	1,40	1,61	1,65	1,67	1,70	1,70
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	2,54	2,60	2,23	2,81	2,95	3,08	2,94	2,99
France								
Livret A (fin de période)	1,25	1,75	1,25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Livrets à taux réglementés	1,28	1,78	1,28	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Livrets à taux de marché	1,37	1,66	1,27	1,73	1,79	1,76	1,81	1,81
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,39	2,18	2,16	2,24	2,27	2,32	2,35	2,41
Dépôts à terme > 2 ans	3,41	3,09	3,20	3,09	3,11	3,09	3,15	3,14

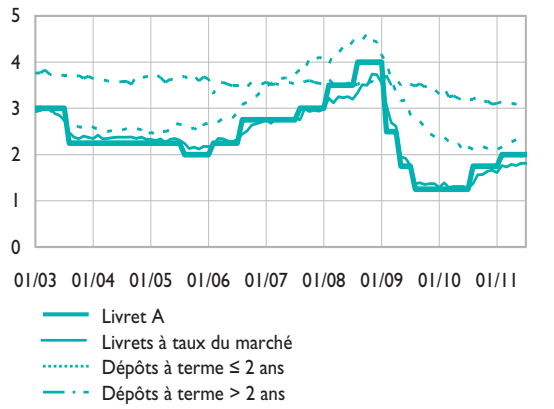
Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)



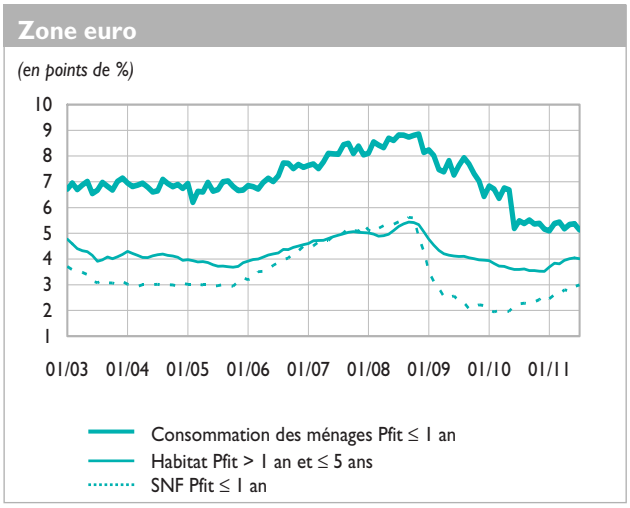
Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

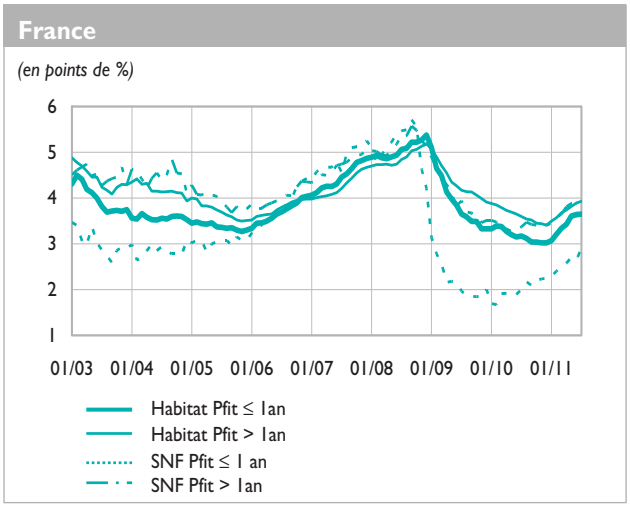
Réalisé le 20 septembre 2011

Figure 25
Coût du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2010					2011						
	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	5,38	5,52	5,36	5,39	5,16	5,09	5,38	5,44	5,17	5,35	5,37	5,13
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	3,62	3,56	3,55	3,53	3,52	3,69	3,83	3,82	3,95	4,01	4,04	4,02
SNF > EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an (a)	2,28	2,26	2,32	2,42	2,59	2,45	2,62	2,63	2,80	2,75	2,92	2,99
France												
Consommation des ménages	**6,08**	**5,96**	**5,78**	**5,79**	**5,75**	**5,95**	**6,05**	**6,08**	**6,14**	**6,19**	**6,21**	**6,23**
Habitat												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,12	3,04	3,04	3,02	3,02	3,07	3,21	3,34	3,43	3,61	3,64	3,65
Pfit > 1 an (a)	3,54	3,52	3,45	3,44	3,41	3,50	3,57	3,68	3,74	3,82	3,89	3,93
SNF												
Pfit ≤ 1 an (a)	2,17	2,09	2,20	2,23	2,25	2,28	2,40	2,50	2,58	2,70	2,65	2,90
Pfit > 1 an (a)	3,47	3,42	3,41	3,47	3,40	3,45	3,56	3,65	3,81	3,88	3,89	3,92





(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période pendant laquelle le taux d'un contrat est fixe. Elle égale la durée du crédit lorsque le taux est fixe.
Pfit ≤ un an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an.
Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 septembre 2011*

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 1er 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

	2010			2011	
	T2	T3	T4	T1	T2
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	1,75	2,01	2,64	2,85	3,07
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	2,36	2,51	2,62	2,93	3,15
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	2,56	2,57	2,58	2,80	2,99
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	2,12	2,29	2,50	2,80	3,03
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,97	2,05	2,21	2,32	2,48
> 1 524 490 €	1,29	1,63	1,86	1,86	2,24
Découvert					
≤ 15 245 €	9,69	10,03	10,14	10,49	10,56
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	6,78	7,45	7,47	7,71	7,82
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,22	4,64	4,79	5,10	5,28
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	2,83	3,09	2,87	3,14	3,37
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,88	2,13	1,83	2,11	2,29
> 1 524 490 €	1,38	1,73	1,37	1,69	1,89
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	3,41	3,61	3,70	3,73	3,95
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,25	3,32	3,45	3,48	3,72
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	2,98	3,00	3,09	3,29	3,49
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	2,39	2,47	2,67	2,69	2,91
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,75	1,87	2,02	2,07	2,32
> 1 524 490 €	1,49	1,69	1,74	1,82	2,05
Crédits à moyen et long termes					
≤ 15 245 €	3,78	3,54	3,49	3,58	3,70
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,52	3,40	3,41	3,47	3,57
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	3,54	3,36	3,31	3,34	3,50
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,58	3,33	3,38	3,39	3,65
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,31	3,06	3,18	3,20	3,53
> 1 524 490 €	2,73	2,64	2,69	2,80	3,10

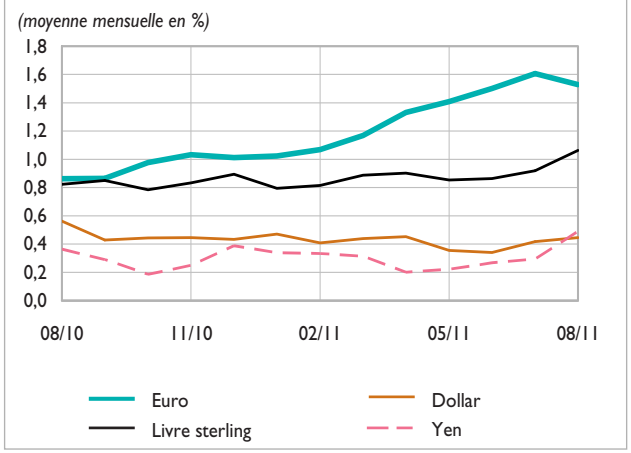
Source : Banque de France *Réalisé le 20 septembre 2011*

Figure 27
Taux d'intérêt

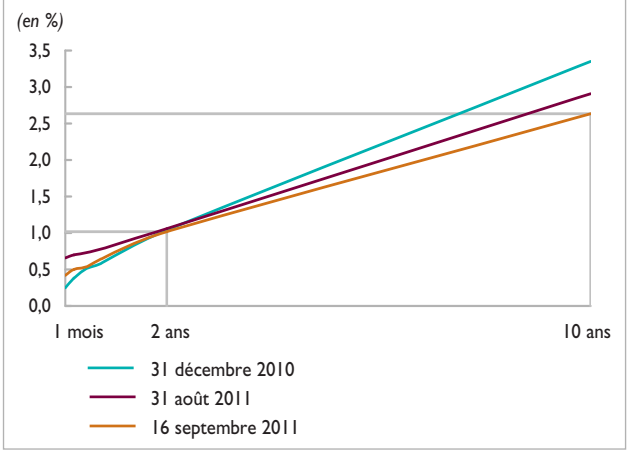
(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 16/09/11
	2010		2011								
	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											**1,50**
Au jour le jour	0,57	0,51	0,64	0,68	0,63	0,98	1,02	1,11	0,99	0,87	
À 3 mois	1,03	1,01	1,02	1,07	1,17	1,33	1,41	1,50	1,61	1,53	
À 1 an	1,43	1,48	1,47	1,71	1,94	2,12	2,13	2,10	2,15	1,97	
Livre sterling											**0,50**
Au jour le jour	0,53	0,52	0,52	0,53	0,53	0,55	0,54	0,56	0,56	0,60	
À 3 mois	0,83	0,89	0,79	0,82	0,89	0,90	0,85	0,86	0,92	1,06	
À 1 an	1,50	1,72	1,56	1,63	1,65	1,59	1,53	1,53	1,54	1,89	
Dollar											**0,25**
Au jour le jour	0,23	0,24	0,24	0,24	0,21	0,16	0,15	0,16	0,17	0,19	
À 3 mois	0,45	0,43	0,47	0,41	0,44	0,45	0,36	0,34	0,42	0,45	
À 1 an	0,94	1,05	1,03	0,96	0,95	0,92	0,85	0,84	0,90	0,85	
Yen											**0,10**
Au jour le jour	0,11	0,13	0,12	0,10	0,10	0,11	0,11	0,18	0,18	0,11	
À 3 mois	0,25	0,39	0,34	0,33	0,31	0,20	0,22	0,27	0,29	0,49	
À 1 an	0,49	0,62	0,55	0,47	0,49	0,45	0,50	0,58	0,64	0,92	
Taux des emprunts phares à 10 ans											
France	3,00	3,34	3,44	3,60	3,61	3,69	3,49	3,43	3,40	2,98	
Allemagne	2,56	2,96	3,06	3,23	3,25	3,35	3,11	2,98	2,79	2,26	
Zone euro	3,73	4,07	3,94	4,48	4,49	4,66	4,37	4,37	4,59	4,21	
Royaume-Uni	3,20	3,50	3,61	3,78	3,64	3,65	3,37	3,25	3,13	2,55	
États-Unis	2,76	3,30	3,40	3,60	3,43	3,46	3,19	3,01	3,02	2,31	
Japon	1,05	1,19	1,22	1,29	1,25	1,27	1,15	1,14	1,12	1,03	

Taux du marché interbancaire à 3 mois



Courbe des rendements des titres d'État – France



(a) Court terme : moyenne des taux interbancaires du milieu de fourchette entre les taux offerts et demandés, extraits des cotations affichées par Reuters, à 16h30 pour l'euro, et à 11h30 pour les autres devises
Emprunts phares : taux affichés par Reuters à 16h30

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 septembre 2011*

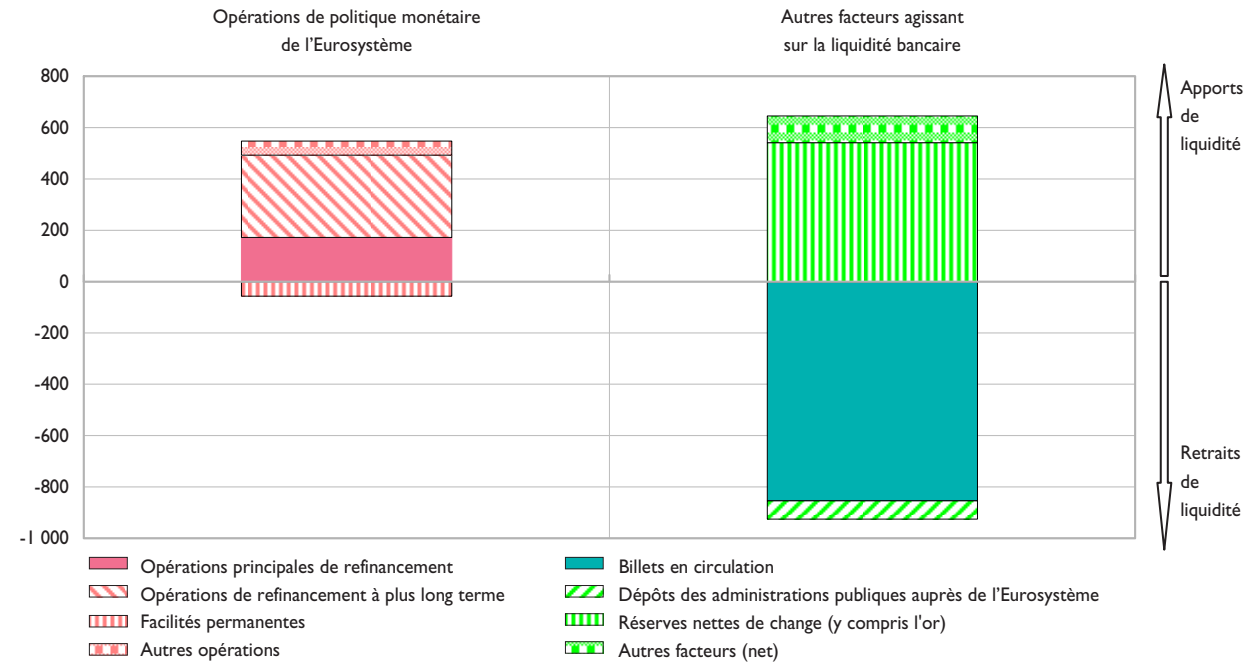
Figure 28
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 13 juillet au 9 août 2011)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	**627,2**	**135,9**	**491,3**
Opération principale de refinancement	171,7		171,7
Opération de refinancement à plus long terme	321,5		321,5
Facilités permanentes	0,1	56,7	-56,6
Autres opérations	133,9	79,2	54,7
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	**645,7**	**925,7**	**-279,9**
Billets en circulation		854,2	-854,2
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		71,4	-71,4
Réserves nettes de change (y compris l'or)	541,3		541,3
Autres facteurs (net)	104,5		104,5
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			**211,4**
dont réserves obligatoires			*208,8*

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 13 juillet au 9 août 2011)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 septembre 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		
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
07/07/11	13/07/11	1,50	07/07/11	13/07/11	0,75	2,25

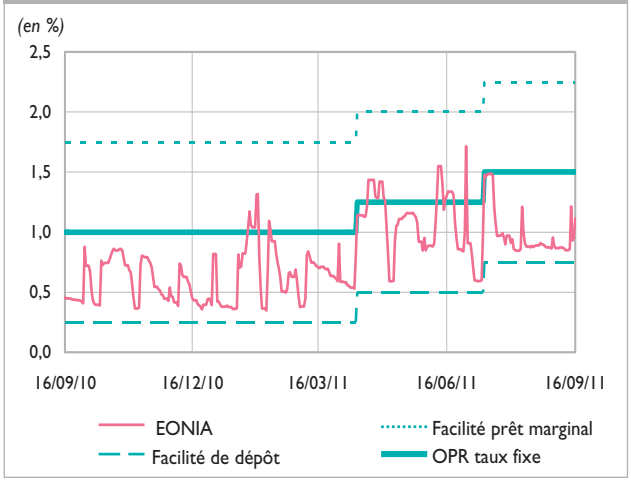
(en %)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2011	10 août (a)	1,50	1,50	2011	13 juillet	1,50
	17 août	1,50	1,50		28 juillet	1,50
	24 août	1,50	1,50		10 août	1,50
	31 août	1,50	1,50		11 août	1,50
	7 septembre	1,50	1,50		1 septembre	1,50
	14 septembre	1,50	1,50		14 septembre	1,50

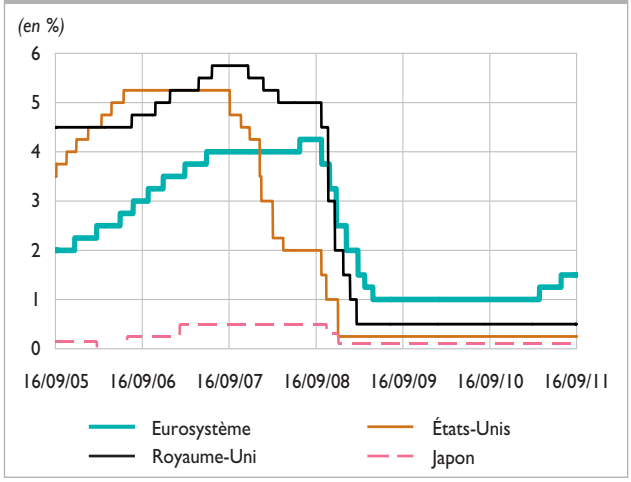
(en milliards d'euros, taux en %)

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	
2011	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
	14 juin	206,93	40,28	208,96	40,43	2,03	0,15	1,25
	8 juillet	207,74	40,75	210,87	40,90	3,13	0,15	1,25
	9 août	208,79	40,60	211,45	40,80	2,66	0,20	1,50

Taux directeurs de l'Eurosystème et EONIA



Taux directeurs des banques centrales



(a) Appel d'offres à taux fixe

Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 20 septembre 2011

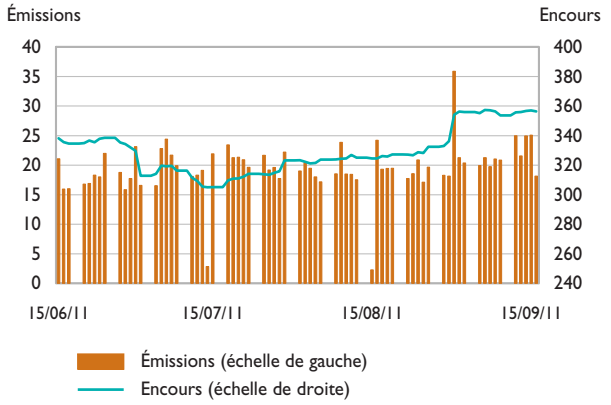
Figure 30
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
18/06/11 au 24/06/11	92,04	338,50	179
25/06/11 au 01/07/11	92,08	312,79	175
02/07/11 au 08/07/11	105,42	316,26	174
09/07/11 au 15/07/11	80,29	305,18	175
16/07/11 au 22/07/11	106,57	314,08	177
23/07/11 au 29/07/11	100,44	323,22	178
30/07/11 au 05/08/11	94,15	323,76	177
06/08/11 au 12/08/11	96,90	324,97	177
13/08/11 au 19/08/11	84,74	327,16	176
20/08/11 au 26/08/11	93,96	332,40	176
27/08/11 au 02/09/11	113,95	355,89	176
03/09/11 au 09/09/11	102,88	353,61	174
10/09/11 au 16/09/11	114,76	356,40	174

Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)

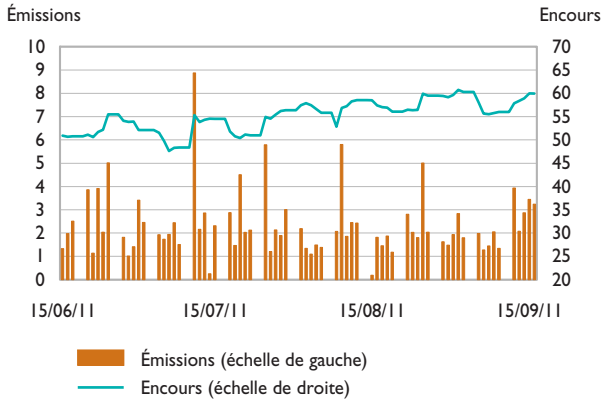


Billets de trésorerie

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
18/06/11 au 24/06/11	15,96	55,47	85
25/06/11 au 01/07/11	10,11	52,11	85
02/07/11 au 08/07/11	9,57	48,37	88
09/07/11 au 15/07/11	16,47	54,52	88
16/07/11 au 22/07/11	13,01	50,98	85
23/07/11 au 29/07/11	14,04	56,38	86
30/07/11 au 05/08/11	7,51	55,83	88
06/08/11 au 12/08/11	14,62	58,54	88
13/08/11 au 19/08/11	6,50	56,06	87
20/08/11 au 26/08/11	13,69	59,50	86
27/08/11 au 02/09/11	9,69	60,28	86
03/09/11 au 09/09/11	8,09	56,01	86
10/09/11 au 16/09/11	15,58	59,94	86

Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)

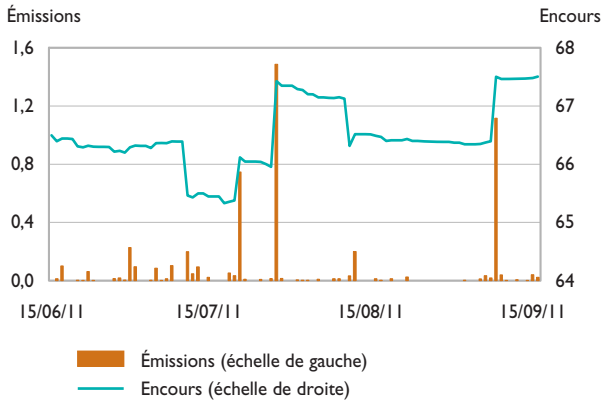


Bons à moyen terme négociables

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
18/06/11 au 24/06/11	0,07	66,30	124
25/06/11 au 01/07/11	0,36	66,32	124
02/07/11 au 08/07/11	0,21	66,39	125
09/07/11 au 15/07/11	0,36	65,45	125
16/07/11 au 22/07/11	0,85	66,05	125
23/07/11 au 29/07/11	1,53	67,35	125
30/07/11 au 05/08/11	0,02	67,15	125
06/08/11 au 12/08/11	0,26	66,52	125
13/08/11 au 19/08/11	0,03	66,41	126
20/08/11 au 26/08/11	0,03	66,39	126
27/08/11 au 02/09/11	0,00	66,34	126
03/09/11 au 09/09/11	1,22	67,47	126
10/09/11 au 16/09/11	0,08	67,51	126

Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)



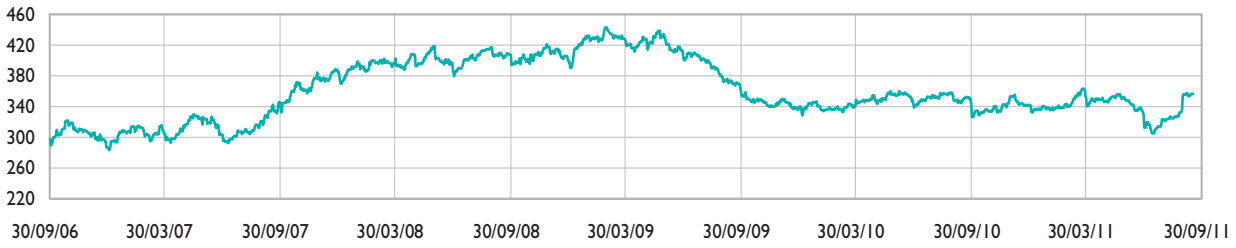
(a) Les émissions en euros sont cumulées sur la période de référence et les encours sont calculés à la date d'arrêté (dernier jour de la période considérée).

Source : Banque de France *Réalisé le 20 septembre 2011*

Figure 31
Titres de créances négociables – France

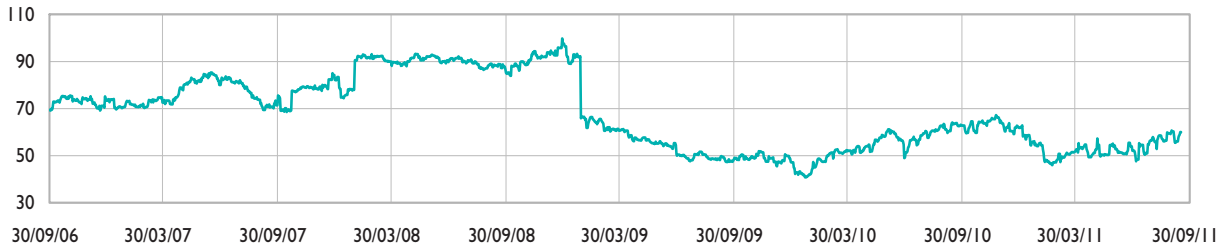
Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



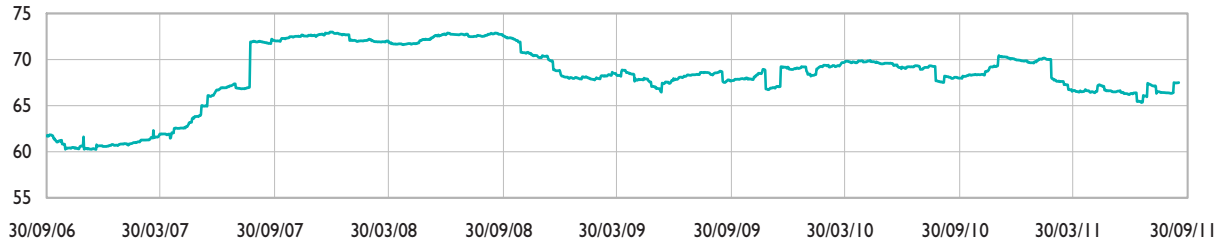
Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



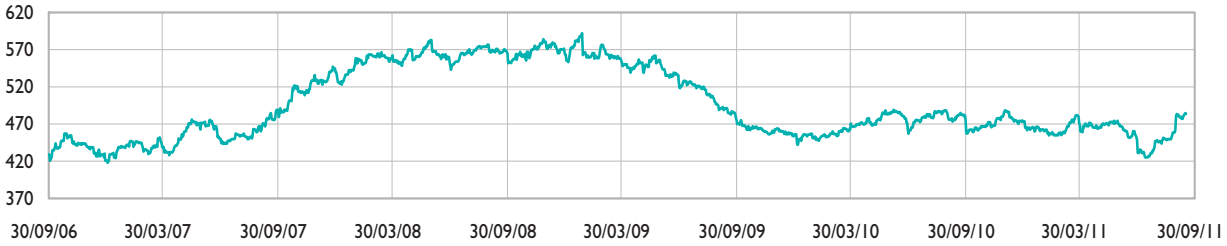
Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 septembre 2011

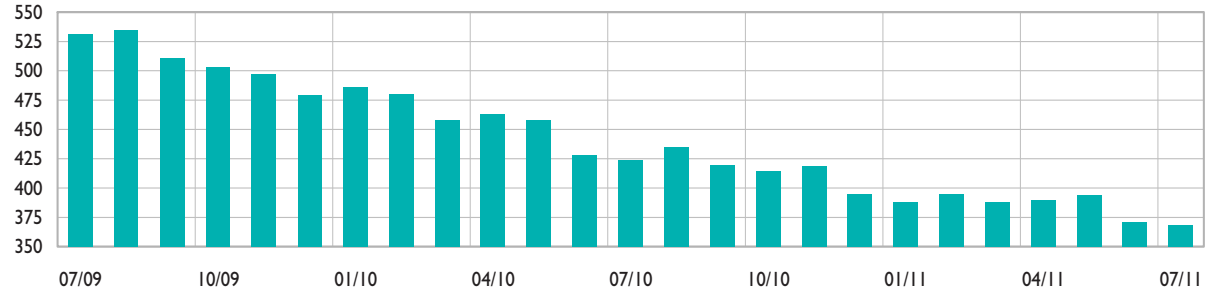
Figure 32
Titres d'OPCVM – France

(en milliards d'euros)

	2010		2011	2011
	sept.	déc.	mars	juil.
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	419,66	394,34	387,78	368,13
OPCVM obligations	205,59	203,48	200,99	
OPCVM actions	258,75	278,93	278,20	
OPCVM diversifiés	262,95	264,34	263,00	
OPCVM de fonds alternatifs	15,77	15,94	15,40	
OPCVM garantis	0,01	0,01	0,01	
Fonds à formule	63,71	62,55	59,53	

Actif net des OPCVM monétaires

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 septembre 2011

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	2011		
	juil. (c)	juil. (c)	12 mois	mai (c)	juin (c)	juil. (c)
Titres de dette des résidents français						
Total	**3 089,3**	**3 250,4**	**171,4**	**22,0**	**29,7**	**-1,3**
Sociétés non financières	373,2	391,5	19,1	1,7	-0,2	1,8
court terme (≤ 1 an)	*21,6*	*26,0*	*4,4*	*0,8*	*1,0*	*2,0*
long terme (> 1 an)	*351,6*	*365,6*	*14,7*	*0,9*	*-1,3*	*-0,2*
Administrations publiques	1 333,8	1 449,8	118,1	16,0	17,9	-0,3
court terme (≤ 1 an)	*238,0*	*234,7*	*-2,4*	*6,6*	*6,2*	*-1,4*
long terme (> 1 an)	*1 095,9*	*1 215,1*	*120,5*	*9,3*	*11,8*	*1,1*
Institutions financières monétaires	1 148,5	1 174,6	30,4	3,1	12,8	-5,4
court terme (≤ 1 an)	*322,3*	*277,2*	*-45,0*	*-4,4*	*-1,9*	*-7,5*
long terme (> 1 an)	*826,2*	*897,4*	*75,4*	*7,6*	*14,7*	*2,1*
Institutions financières non monétaires (d)	233,8	234,4	3,8	1,2	-0,8	2,6

(en milliards d'euros)

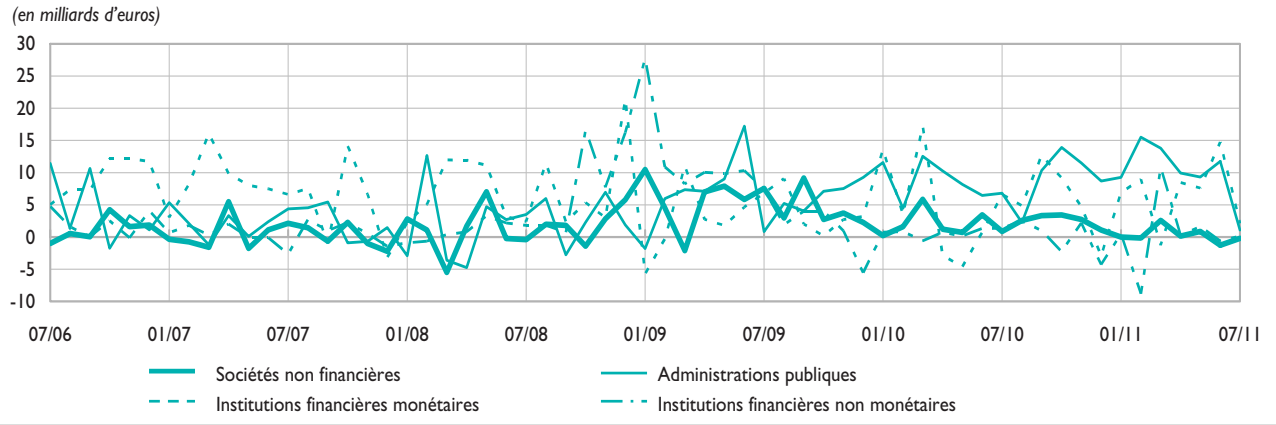
	Encours (e)		Émissions nettes (b)			Émissions brutes (f)	Rachats (f)
	2010	2011	Cumul	2011		Cumul	Cumul
	juil.	juil.	12 mois	juin	juil.	12 mois	12 mois
Actions françaises cotées							
Total	**1 242,1**	**1 316,2**	**14,1**	**3,8**	**2,1**	**19,7**	**5,7**
Sociétés non financières	1 048,1	1 144,2	10,6	2,9	1,5	16,2	5,6
Institutions financières monétaires	142,6	123,6	3,0	0,9	0,5	3,1	0,0
Institutions financières non monétaires	51,4	48,3	0,4	-0,1	0,1	0,5	0,0

(a) L'encours des titres de dette est exprimé en valeur nominale.
(b) Les chiffres mensuels sont corrigés des variations saisonnières. Le cumul sur 12 mois est donné en brut.
(c) Données éventuellement révisées
(d) Y compris parts émises par les FCC
(e) L'encours des actions cotées est valorisé au prix de marché.
(f) Données non cvs

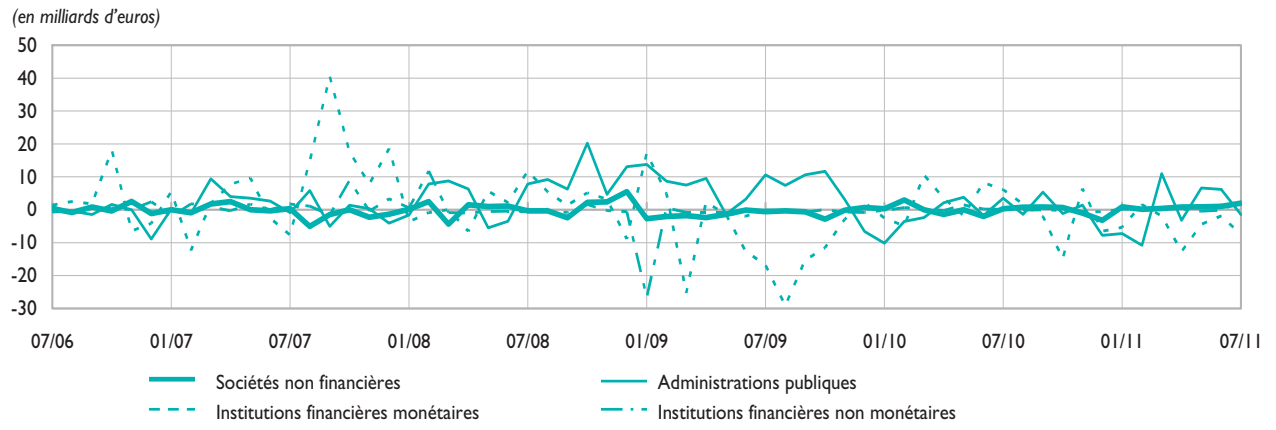
Source : Banque de France *Réalisé le 20 septembre 2011*

Figure 34
Émissions de titres de dette et d'actions cotées des résidents français par secteur émetteur

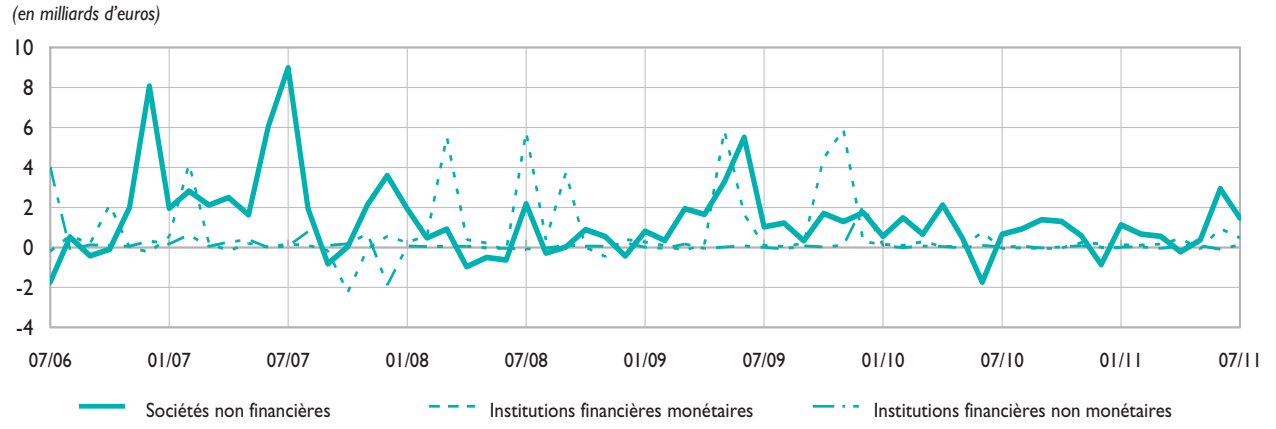
Émissions nettes de titres de dette à long terme des résidents français, désaisonnalisées



Émissions nettes de titres de dette à court terme des résidents français, désaisonnalisées



Émissions nettes d'actions cotées des résidents français, désaisonnalisées



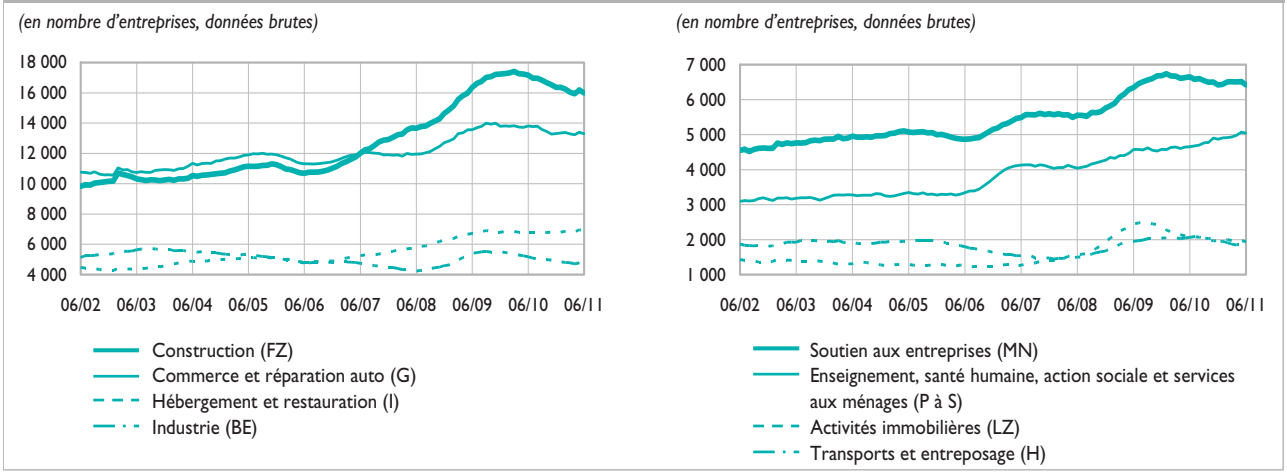
Source : Banque de France *Réalisé le 20 septembre 2011*

Figure 35
État des défaillances d'entreprises par secteur – France

(en nombre d'entreprises, données brutes, cumul 12 mois)

	2010							2011					
	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin
Agriculture, sylviculture, pêche (AZ)	1 361	1 360	1 358	1 359	1 339	1 330	1 306	1 260	1 249	1 256	1 267	1 258	1 234
Industrie (BE)	5 170	5 077	5 069	5 019	4 988	4 958	4 863	4 843	4 798	4 785	4 708	4 779	4 678
Construction (FZ)	17 170	16 968	16 967	16 834	16 661	16 534	16 365	16 357	16 241	16 035	15 934	16 179	15 991
Commerce et réparation auto (G)	13 820	13 769	13 800	13 572	13 446	13 278	13 314	13 353	13 380	13 291	13 234	13 391	13 306
Transports et entreposage (H)	2 065	2 085	2 089	2 046	2 033	2 019	1 958	1 950	1 910	1 865	1 845	1 848	1 849
Hébergement et restauration (I)	6 814	6 808	6 795	6 753	6 774	6 803	6 743	6 800	6 861	6 763	6 803	6 966	6 875
Information et communication (JZ)	1 685	1 654	1 651	1 642	1 633	1 643	1 605	1 595	1 577	1 610	1 580	1 579	1 562
Activités financières et d'assurance (KZ)	1 103	1 108	1 103	1 084	1 067	1 056	1 066	1 064	1 080	1 095	1 088	1 112	1 081
Activités immobilières (LZ)	2 069	2 073	2 070	2 033	1 998	1 961	1 972	1 971	2 001	1 976	1 961	1 975	1 936
Soutien aux entreprises (MN)	6 656	6 578	6 606	6 542	6 499	6 502	6 420	6 438	6 507	6 515	6 508	6 518	6 423
Enseignement, santé humaine, action sociale et services aux ménages (P à S)	4 658	4 679	4 703	4 762	4 780	4 900	4 871	4 906	4 918	4 938	4 985	5 075	5 043
Secteur inconnu	104	106	105	99	99	93	93	93	91	88	90	96	98
Total des secteurs	**62 675**	**62 265**	**62 316**	**61 745**	**61 317**	**61 077**	**60 576**	**60 630**	**60 613**	**60 217**	**60 003**	**60 776**	**60 076**

Défaillances d'entreprises en cumul 12 mois



NB : Les codes sur deux caractères correspondent au niveau d'agrégation A10 ; ceux sur un caractère aux sections de la NAF rév.2 A21.

Source : Banque de France *Réalisé le 20 septembre 2011*

Figure 36
Systèmes de paiement de masse – France

(moyenne quotidienne en millions d'euros, part en % sur le dernier mois)

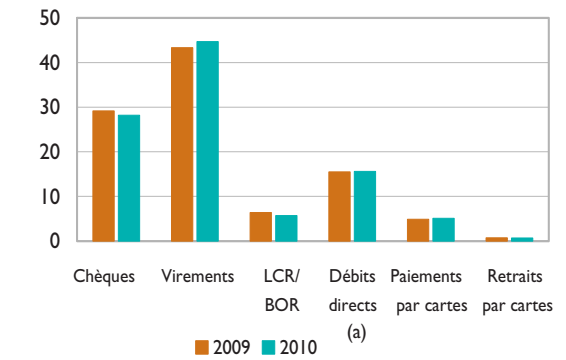
	2007	2008	2009	2010	2011			2011
					juin	juil.	août	Part
Chèques	6 974	6 533	5 700	5 590	5 095	6 177	4 375	24,5
Virements	7 904	8 413	8 473	8 865	9 504	10 194	8 500	47,5
dont virements SEPA	–	29	95	683	2 456	2 760	2 478	13,9
LCR/BOR	1 555	1 523	1 250	1 138	1 139	1 225	1 078	6,0
Prélèvements	1 739	1 814	1 801	1 827	1 847	1 815	1 740	9,7
TIP	150	147	143	133	63	70	62	0,3
Télérèglements	975	1 061	1 082	1 141	1 697	1 243	943	5,3
Paiements par cartes	864	921	957	1 009	1 059	1 139	1 024	5,7
Retraits par cartes	140	142	143	140	148	158	153	0,9
Total	**20 300**	**20 554**	**19 550**	**19 844**	**20 550**	**22 021**	**17 877**	**100,0**

(moyenne quotidienne en milliers d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2007	2008	2009	2010	2011			2011
					juin	juil.	août	Part
Chèques	11 561	10 996	10 287	9 507	8 737	9 095	7 430	15,7
Virements	7 344	7 425	7 527	7 356	7 471	7 585	6 405	13,5
dont virements SEPA	–	13	38	270	1 473	1 605	1 277	2,7
LCR/BOR	370	355	334	311	304	322	279	0,6
Prélèvements	7 863	7 864	8 163	8 194	8 280	8 144	8 604	18,1
TIP	458	425	394	364	261	287	249	0,5
Télérèglements	38	47	56	66	51	66	49	0,1
Paiements par cartes	18 146	19 219	20 542	21 505	22 507	23 920	22 013	46,4
Retraits par cartes	2 467	2 462	2 454	2 375	2 494	2 531	2 414	5,1
Total	**48 248**	**48 794**	**49 757**	**49 677**	**50 105**	**51 951**	**47 442**	**100,0**

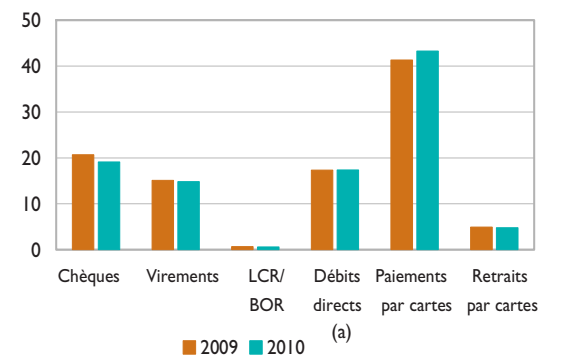
Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des montants échangés)



Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des volumes échangés)



(a) Débits directs : les prélèvements, les TIP et les télérèglements

Sources : GSIT, STET

Réalisé le 20 septembre 2011

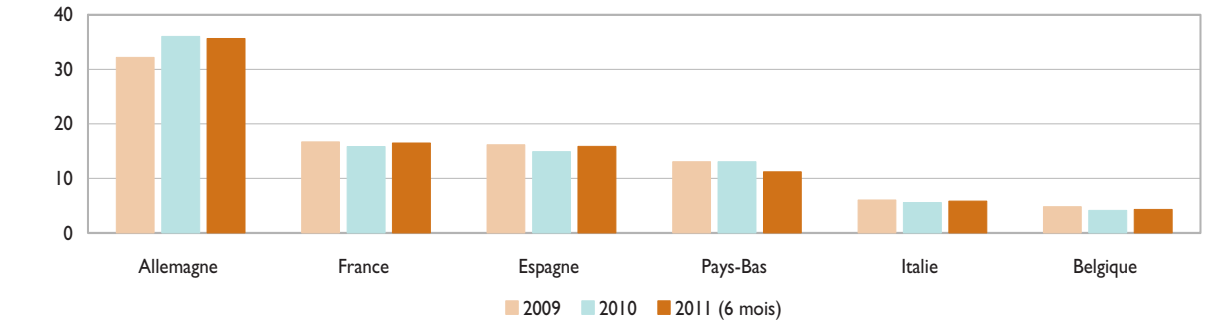
Figure 37
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2007	2008	2009	2010	2011			2011
					mai	juin	juil.	Part
France	569	398	367	365	392	383	387	17,0
Allemagne	711	972	707	829	773	858	774	34,1
Autriche	35	59	28	27	28	26	27	1,2
Belgique	104	152	106	95	99	97	101	4,4
Chypre	–	1	2	2	1	1	1	0,1
Espagne	344	331	356	342	356	354	372	16,4
Finlande	24	33	28	35	33	33	35	1,5
Grèce	33	30	29	28	22	29	29	1,3
Irlande	29	32	30	30	17	15	19	0,8
Italie	165	221	133	129	126	129	131	5,8
Luxembourg	39	60	40	40	51	53	54	2,4
Malte	–	0	0	0	0	0	0	0,0
Pays-Bas (a)	121	264	287	300	265	250	264	11,6
Portugal	13	16	17	20	24	27	21	0,9
Slovaquie	–	–	3	3	2	3	2	0,1
Slovénie	2	2	2	2	2	2	0	0,0
EPM-BCE	27	43	47	37	34	32	34	1,5
Total TARGET2 zone euro (b)	**2 217**	**2 614**	**2 182**	**2 283**	**2 227**	**2 292**	**2 250**	**99,1**
Hors zone euro	202	53	16	16	15	17	21	0,9
Total TARGET2 Union européenne (b)	**2 419**	**2 667**	**2 198**	**2 299**	**2 243**	**2 309**	**2 272**	**100,0**
Euro1 (c)	**228**	**287**	**255**	**241**	**241**	**238**	**243**	

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.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 septembre 2011*

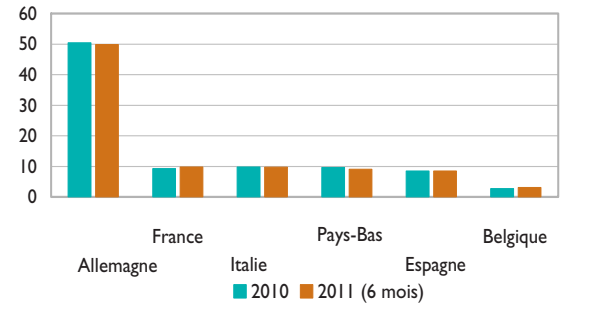
Figure 38
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

(moyenne quotidienne en nombre d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2007	2008	2009	2010	2011			2011
					mai	juin	juil.	Part
France	19 192	25 992	29 773	31 850	35 208	34 149	35 412	9,9
Allemagne	164 187	181 625	174 695	173 218	174 226	171 654	174 055	48,7
Autriche	15 222	14 199	6 539	5 266	6 276	6 051	6 509	1,8
Belgique	7 993	9 884	8 517	9 454	11 165	10 767	10 560	3,0
Chypre	–	392	389	466	498	501	515	0,1
Espagne	41 792	36 167	29 580	29 195	29 834	29 700	30 916	8,6
Finlande	1 392	1 587	1 652	1 589	1 579	1 507	1 525	0,4
Grèce	6 334	5 117	5 692	5 904	5 945	5 735	5 919	1,7
Irlande	5 334	5 139	4 824	4 961	4 405	4 353	4 594	1,3
Italie	45 111	36 491	33 943	33 649	34 788	34 198	36 012	10,1
Luxembourg	3 399	3 037	2 847	3 033	3 200	3 007	3 356	0,9
Malte	–	50	59	65	72	48	54	0,0
Pays-Bas (a)	27 685	37 745	36 930	33 304	32 215	31 112	33 859	9,5
Portugal	4 774	5 072	4 191	4 206	4 206	4 114	4 239	1,2
Slovaquie	–	–	606	582	703	697	2 992	0,8
Slovénie	3 152	3 018	3 073	3 023	3 051	3 099	525	0,1
EPM-BCE	169	176	312	333	381	382	395	0,1
Total TARGET2 zone euro (b)	**345 738**	**365 690**	**343 621**	**340 099**	**347 751**	**341 075**	**351 438**	**98,3**
Hors zone euro	20 442	4 277	2 364	3 281	4 239	4 937	6 021	1,7
Total TARGET2 Union européenne (b)	**366 179**	**369 967**	**345 985**	**343 380**	**351 990**	**346 012**	**357 459**	**100,0**
Euro1 (c)	**211 217**	**250 766**	**227 674**	**230 124**	**241 201**	**236 388**	**243 858**	

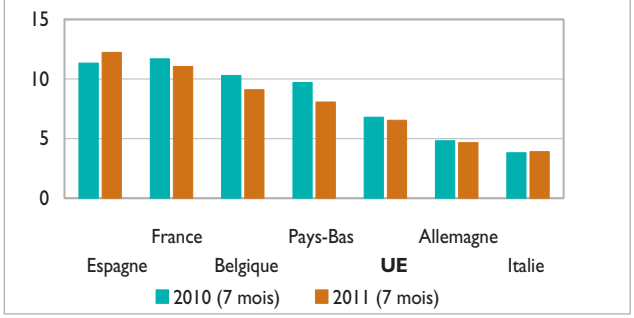
Parts de marché de chaque place dans le système TARGET2 de l'Union européenne

(% 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.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 septembre 2011*

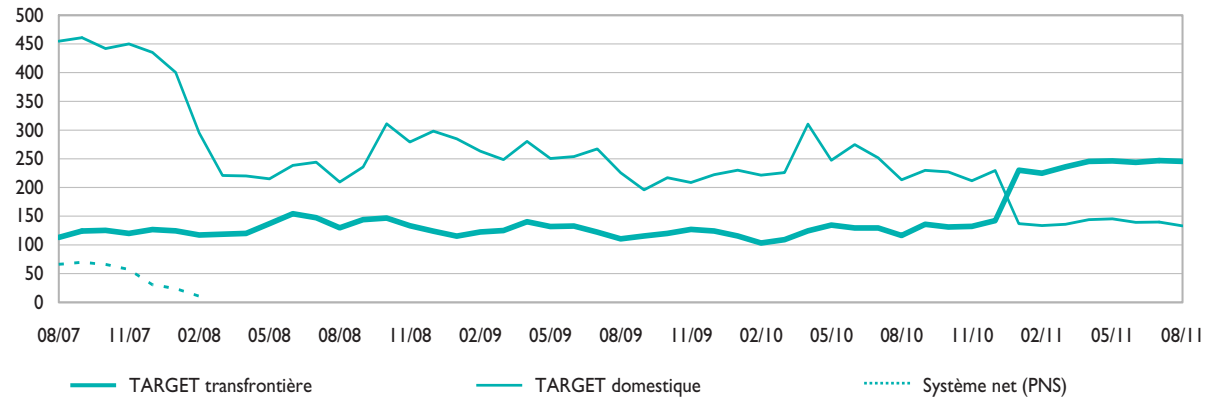
Figure 39
Systèmes de paiement de montant élevé – France

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2007	2008	2009	2010	2011			2011
					juin	juil.	août	Part
Garanties mobilisées dans TARGET domestique France (b)								
Titres français négociables	11,5	51,2	114,6	105,7	67,6	72,0	74,8	26,8
Créances privées	18,6	79,9	129,0	149,8	139,7	139,0	142,3	51,0
Titres mobilisés *via* le CCBM	7,2	62,8	79,9	76,9	66,4	62,4	59,3	21,2
Autres titres étrangers (c)	8,8	8,2	7,9	5,9	4,4	3,5	2,7	1,0
Total	**46,1**	**202,1**	**331,3**	**338,3**	**278,1**	**276,9**	**279,1**	**100,0**

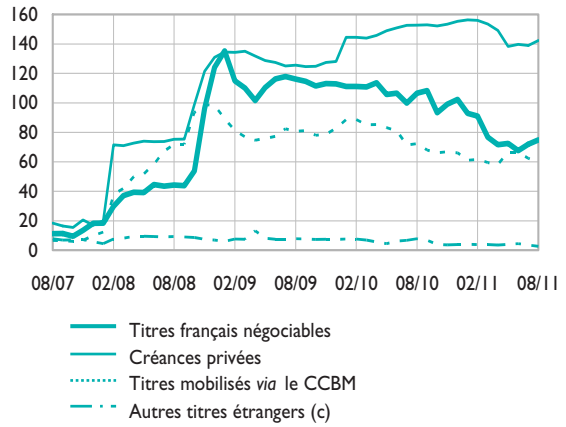
Évolution mensuelle des capitaux échangés (a)

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

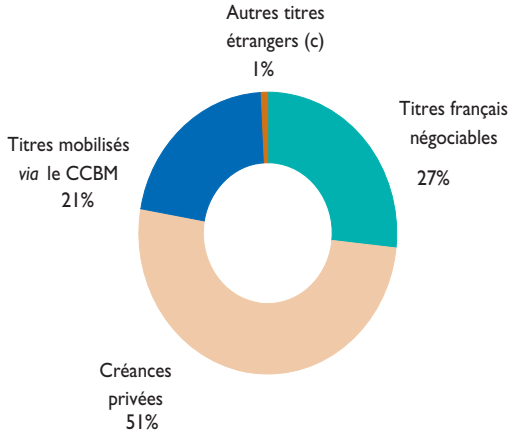


Évolution mensuelle des garanties mobilisées (b)

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées en août 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 20 septembre 2011*

Notice méthodologique

1| Situation économique générale

1|1 Compétitivité

Les indicateurs de compétitivité sont calculés selon la méthodologie développée par L. Buldorini *et alii* [1]. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, prennent notamment en compte la concurrence sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Elles sont calculées sur la base des échanges de produits manufacturés en moyenne sur les années 1999 à 2001. Pour les pays de l'Union européenne, les IPC utilisés comme déflateurs sont les indices de prix à la consommation harmonisés.

Le groupe de 22 pays partenaires de l'OCDE est constitué de l'Allemagne, de l'Australie, de l'Autriche, de la Belgique, du Canada, du Danemark, de l'Espagne, des États-Unis, de la Finlande, du Royaume-Uni, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie, du Japon, des Pays-Bas, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, du Portugal, de la Suède, de la Suisse, du Mexique et de la Corée du Sud.

Le groupe de 46 pays partenaires est constitué de pays de l'Union européenne (UE à 15, la Pologne, la Hongrie, Chypre, Malte), des États-Unis, de la Suisse, du Japon, du Canada, de la Corée du Sud, de la Chine, de la Turquie, du Maroc, de Taiwan, de Hong Kong, de la Norvège, du Brésil, de l'Australie, de l'Indonésie, de l'Inde, de l'Argentine, d'Israël, de la Thaïlande, de Singapour, de l'Afrique du Sud, de la Malaisie, du Mexique, du Chili, des Philippines, du Pakistan, du Venezuela, de la Colombie, de la Nouvelle-Zélande, et de l'Algérie.

Le groupe de 56 pays partenaires est constitué de ces mêmes pays, auxquels s'ajoutent la République tchèque, la Slovénie, la Slovaquie, la Lituanie, l'Estonie, la Lettonie, la Roumanie, la Bulgarie, la Croatie et la Russie.

1|2 Balance des paiements

Définitions

La balance des paiements est un document statistique, présenté suivant les règles de la comptabilité en partie double, qui rassemble et ordonne l'ensemble des transactions économiques et financières entre les résidents français et les non-résidents, au cours d'une période donnée.

Les résidents sont les personnes physiques ayant leur principal centre d'intérêt en France, quelle que soit leur nationalité — à l'exception des fonctionnaires et militaires étrangers en poste en France, les fonctionnaires et autres agents publics français en poste à l'étranger ou mis à la disposition d'organisations internationales ou d'autres employeurs non résidents, les personnes morales, françaises ou étrangères, pour leurs établissements en France, lorsqu'il y a existence d'une activité économique réelle exercée en France par des unités de production autonomes, quelle qu'en soit leur forme juridique.

Pour l'élaboration des statistiques de balance des paiements, la France comprend la métropole, la principauté de Monaco, les départements d'Outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion), les collectivités territoriales de Mayotte et Saint-Pierre-et-Miquelon. Tous les autres pays constituent « l'étranger » ou le « reste du monde ».

La balance des paiements est traditionnellement présentée du point de vue de la nation, contrairement à la comptabilité nationale au sein de laquelle les échanges entre la France et l'extérieur sont présentés du point de vue de l'agent « reste du monde ».

Mode d'enregistrement

Par convention, en balance des paiements, un chiffre positif (crédit) correspond à une exportation ou à une recette lorsqu'il se rapporte à une opération réelle, c'est-à-dire à des échanges de biens, de services et

[1] *Buldorini, Makrydakis et Thimann (2002) :* "The effective exchange rates of the euro", *BCE,* Occasional Paper, *n° 2, consultable sur le site de la BCE* (http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp2.pdf)

des paiements de revenus. Un chiffre négatif (débit) représente une importation ou une dépense. S'agissant du compte financier, un chiffre positif reflète une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements, qu'ils soient financiers ou monétaires. Un chiffre négatif représente une augmentation des avoirs ou une diminution des engagements. Ainsi, un chiffre négatif au titre des avoirs de réserve signifie que les réserves ont augmenté.

La balance des paiements est établie chaque mois, dans une forme simplifiée, selon un calendrier annoncé à l'avance, environ six semaines après la fin du mois sous revue. Les révisions trimestrielles, environ soixante-quinze jours après la fin du trimestre sont l'occasion d'améliorer la qualité des données, mais également de publier une information plus détaillée. Les révisions annuelles, publiées en mai, concernent non seulement l'année précédente, mais également les deux années antérieures.

Les premiers résultats mensuels publiés sont considérés comme provisoires. Les données trimestrielles après révision et les données de l'année précédant l'année en cours ont le statut de résultats semi-définitifs. Les données des années antérieures sont qualifiées de résultats définitifs.

Secteurs économiques

Dans certaines parties de la balance des paiements — les transferts courants, les investissements de portefeuille, les « autres investissements » —, les échanges recensés font l'objet d'un classement en fonction du secteur économique auquel appartient le résident impliqué dans l'opération. On distingue dans ce cas :

• les autorités monétaires, c'est-à-dire la Banque de France ;

• le secteur des administrations publiques (APU), qui regroupe l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale ;

• le secteur des institutions financières monétaires hors Banque centrale (IFM), comprenant les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation communautaire et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts de dépôts de la part d'entités autres que des IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Les OPCVM monétaires remplissent les conditions et sont dès lors inclus dans le secteur des IFM ;

• les « autres secteurs », qui regroupent les agents économiques autres que ceux inclus dans les trois secteurs précédents : les entreprises industrielles et commerciales, les assurances, les institutions financières non monétaires, notamment les entreprises d'investissement et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières non monétaires (OPCVM non monétaires), les institutions à but non lucratif au service des ménages et les ménages.

Les grandes composantes de la balance des paiements

Définies par le cinquième *Manuel de la balance des paiements* du Fonds monétaire international (FMI), les composantes types de la balance des paiements sont réparties entre le compte de transactions courantes, le compte de capital et le compte financier. Le poste des erreurs et omissions nettes est un poste d'ajustement dont l'existence tient à ce que, à la différence d'un véritable système de comptabilisation en partie double, les enregistrements en débit et crédit dans la balance des paiements ne sont pas inscrits simultanément à l'occasion de chaque transaction, mais résultent de déclarations indépendantes qui peuvent générer des erreurs, des oublis ou des décalages de période.

Le compte de transactions courantes regroupe les échanges de biens et services, les revenus et les transferts courants. Les échanges de biens sont évalués à partir des statistiques du commerce extérieur de la direction générale des Douanes et des Droits indirects, auxquelles sont ajoutées les transactions relatives à l'avitaillement, au travail à façon et aux réparations.

Les échanges de services hors voyages sont subdivisés en plusieurs postes selon leur nature économique. Parmi les postes mis en évidence par la balance des paiements, figurent notamment les transports, éclatés entre les transports maritimes, aériens et les autres transports, les services de communication, les services de construction, les services d'assurance, les services financiers, les services informatiques et d'information, les redevances et droits de licence, les autres services

aux entreprises, qui peuvent être décomposés en négoce international, autres services commerciaux, locations et services divers aux entreprises.

Les voyages constituent un poste particulier au sein des échanges de services, à la fois par leur importance et par leur définition, qui ne prend pas en compte la nature économique de l'échange, mais les modalités de celui-ci. La ligne voyages reflète au crédit l'ensemble des dépenses des non-résidents en France effectuées au titre de leurs frais de séjour à l'occasion d'excursions, de voyages touristiques ou de voyages d'affaires, de durée inférieure à un an, ainsi que les frais engagés au titre des services personnels (de santé, de scolarité, etc.) acquis auprès de résidents ; au débit, les dépenses de même nature effectuées par des résidents français à l'étranger. Les dépenses et recettes de transport liées aux voyages internationaux ne sont pas enregistrées sous cette ligne, mais avec les services de transport. À l'inverse, les transports intérieurs effectués par des non-résidents et les transports à l'intérieur d'un pays étranger effectués par des résidents sont en principe inclus dans les voyages (en pratique, il est parfois difficile de différencier les dépenses de transport intérieur des dépenses de transport international).

Les revenus sont partagés entre rémunérations des salariés et revenus d'investissements. Les rémunérations des salariés comprennent les salaires, gages, traitements versés par des employeurs non résidents à leurs salariés résidents (travailleurs frontaliers, saisonniers, en mission de courte durée) et inversement. Les revenus des investissements correspondent aux recettes ou paiements afférents aux avoirs ou engagements financiers extérieurs. Ils sont décomposés en fonction de la nature des opérations financières auxquelles ils se rattachent, revenus des investissements directs, revenus des investissements de portefeuille et autres revenus d'investissements (cf. ci-après pour une définition des rubriques du compte financier). Les dividendes (revenus des titres de participations) sont enregistrés à la date de versement et les intérêts (revenus des créances) sur la base des droits constatés.

Les transferts courants constituent la contrepartie comptable de biens, services, capitaux exportés ou importés gratuitement, c'est-à-dire sans contrepartie apparente ou mesurable. Ils sont ventilés par secteur. Les transferts courants des administrations publiques comprennent notamment la coopération internationale, les contributions de la France aux dépenses des organisations internationales, les recettes et versements d'impôts en provenance et à destination d'administrations publiques étrangères effectués dans le cadre de conventions fiscales, les versements des administrations de sécurité sociale à des travailleurs ou à d'anciens travailleurs non résidents et à leurs ayant-droits et les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du FEOGA — section orientation, qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

Les transferts des autres secteurs sont ventilés en deux rubriques, les envois de fonds des travailleurs et les autres opérations. Les envois de fonds des travailleurs reprennent les montants transférés à l'étranger par des travailleurs résidents et vice-versa. De tels transferts sont généralement effectués par des résidents d'origine étrangère vers leur pays d'origine ou vers la France par des personnes non résidentes d'origine ou de nationalité française. Les autres opérations comprennent des opérations de nature très diverse, parmi lesquelles les dons et versements humanitaires en faveur de personnes physiques et morales, les subventions et donations, les indemnités pour rupture de contrat, cautions et dédommagements, les prix littéraires, artistiques ou scientifiques, etc.

Le compte de capital regroupe les transferts en capital — remises de dettes, pertes sur créances, aides à l'investissement des fonds structurels, transferts des migrants — et les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits (brevets, marques, droits d'auteur…).

Le compte financier est partagé en rubriques en fonction de la nature et de la finalité des opérations, investissements directs, investissements de portefeuille, produits financiers dérivés, autres investissements et avoirs de réserve. À l'exception des investissements directs, des produits financiers dérivés et des avoirs de réserve, les rubriques sont subdivisées en créances et engagements, puis ventilées selon le type d'opération ou d'instrument et enfin selon le secteur résident concerné.

Conformément à la définition de référence détaillée de l'OCDE et en accord avec les recommandations internationales (FMI, Eurostat, BCE), les

investissements directs couvrent les opérations effectuées par des investisseurs afin d'acquérir, d'accroître ou de liquider un intérêt durable dans une entreprise et de détenir (ou de liquider) une influence dans sa gestion. La notion d'investissement direct est donc plus large que celle de contrôle.

L'investissement direct met en relation des entreprises apparentées, c'est-à-dire :

• une entreprise « investisseur direct » (maison-mère) et une ou plusieurs entreprises investies, qu'il s'agisse de succursales, de filiales ou d'autres entreprises affiliées ;

• des entreprises « investies » (sociétés sœurs) entre elles.

Par convention, on considère qu'une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'une personne physique ou morale (l'investisseur) détient au moins 10 % des droits de vote, ou à défaut 10 % du capital social, d'une entreprise « investie ».

Les investissements directs comprennent non seulement la transaction initiale, qui établit la relation entre l'investisseur et l'entreprise investie, mais aussi toutes les transactions ultérieures entre eux et entre les entreprises apparentées (opérations de prêt, flux de trésorerie et, plus généralement, l'ensemble des opérations financières à l'exception des crédits commerciaux et des opérations interbancaires entre établissements de crédit affiliés). Les investissements immobiliers sont également considérés comme des investissements directs.

Les investissements directs sont enregistrés selon le principe directionnel. Ainsi, les investissements directs français à l'étranger comprennent les créances (autres que celles figurant dans les investissements étrangers en France) et les engagements des maisons-mères résidentes vis-à-vis de leurs filiales étrangères. Symétriquement, les investissements directs étrangers en France incluent les engagements (autres que ceux enregistrés dans les investissements français à l'étranger) et les créances des filiales résidentes auprès de leur maison mère étrangère.

Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France sont décomposés par nature d'opérations entre :

• les investissements immobiliers et les opérations en capital social, qui comprennent les créations, acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre, les consolidations de prêts, prêts subordonnés et prêts participatifs du secteur bancaire ;

• les bénéfices réinvestis, qui correspondent à la part des résultats nets des entreprises investies revenant à la maison-mère au cours d'un exercice comptable diminuée des dividendes versés à la maison-mère au cours du même exercice ;

• les autres opérations, qui recouvrent les opérations de prêt, avances, dépôts, à court et long termes, entre sociétés affiliées, à l'exception des crédits commerciaux et des crédits et dépôts entre les banques résidentes et leurs correspondants étrangers, classés en « autres investissements ».

Les investissements de portefeuille comprennent toutes les opérations sur titres négociables entre résidents et non-résidents, achats à l'émission, négociations et remboursements, à l'exception des opérations comprises au sein des investissements directs, des avoirs de réserve et des produits financiers dérivés et des opérations de cession temporaire. Les prêts secs de titres, qui ne donnent lieu à aucun mouvement monétaire, ne sont pas enregistrés dans la balance des paiements.

Les flux sont partagés en avoirs (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des non-résidents) et engagements (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des résidents). Chacune de ces deux lignes est ensuite scindée en fonction de la nature des titres échangés : actions et titres d'OPCVM, obligations et titres assimilés, c'est-à-dire tous les titres d'emprunt à plus d'un an d'échéance initiale, 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 1er février 2000, conformément aux recommandations du FMI et avec l'accord de tous les organismes internationaux intéressés, il a été créé une nouvelle rubrique au sein du compte financier, intitulée Produits financiers dérivés, qui comprend les primes sur options, les appels de marge et les intérêts sur *swaps*.

Les autres investissements sont une rubrique résiduelle qui englobe toutes les opérations sur actifs et passifs financiers vis-à-vis des non-résidents qui ne figurent pas sous une autre rubrique du compte financier. Elle se répartit entre créances et engagements des résidents vis-à-vis de l'étranger (y compris les prises et mises en pension livrée), puis par nature d'opérations (crédits commerciaux, prêts, dépôts et emprunts, autres avoirs et engagements), enfin par secteur résident à l'origine des créances et des engagements. On distingue en particulier les flux des IFM qui sont cohérents avec les informations destinées à l'élaboration des statistiques monétaires.

Les avoirs de réserve sont les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires pour leur permettre de financer les déséquilibres de paiements ou d'intervenir pour en réduire l'ampleur. Depuis la création de la zone euro, seuls les mouvements affectant la partie des réserves de change non transférées à la BCE et qui restent gérées par la Banque de France figurent dans la balance des paiements de la France. Par ailleurs, compte tenu de l'adoption d'une méthodologie commune aux pays membres de l'Union monétaire, seules les créances sur des non-résidents hors zone euro sont prises en compte, ce qui exclut, de fait, de cette rubrique les placements en devises effectués auprès de banques non résidentes situées dans la zone euro.

Les avoirs de réserve sont constitués des créances brutes en or monétaire et en devises, y compris sous forme de titres émis par des non-résidents, des avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) et de la position nette de réserve à l'égard du FMI.

1|3 La position extérieure

La position extérieure de la France a pour objectif de recenser, à la date d'arrêté, l'ensemble des créances et des engagements des résidents vis-à-vis des non-résidents. Elle est élaborée à l'aide d'enquêtes périodiques de stocks revalorisés et actualisée, si nécessaire, par des cumuls de flux pour les points les plus récents.

Conformément aux recommandations du cinquième *Manuel de balance des paiements* du Fonds monétaire international, les créances et engagements extérieurs de la France sont présentés suivant les mêmes rubriques que la balance des paiements.

Les encours d'investissements directs sont recensés chaque année. Ils peuvent être valorisés en valeur de marché ou en valeur comptable, selon le mode de valorisation des capitaux propres. La valeur comptable des encours est celle indiquée par les entreprises dans leur comptabilité. Elle figure, pour les investissements directs français à l'étranger, dans les tableaux relatifs aux filiales et participations annexés aux comptes annuels, et pour les investissements directs étrangers en France, dans les bilans des affiliés résidents des investisseurs directs non résidents. Pour l'élaboration des chiffres définitifs (publiés en principe dix-huit mois après la date d'arrêté), le montant d'un investissement est calculé en multipliant la quote-part détenue par l'investisseur direct dans la société investie par la valeur des capitaux propres de la société. On ajoute ensuite l'encours des prêts consentis par l'investisseur à l'affilié. Les chiffres estimés sont établis tant pour les investissements directs français à l'étranger que pour les investissements étrangers en France, à partir des dernières données comptables disponibles, revalorisées et actualisées par les flux de balance de paiements relatifs aux investissements directs (apports en capital et autres opérations entre sociétés affiliées).

Le recensement est limité aux encours détenus directement par les investisseurs directs, les participations indirectes (de deuxième rang, de troisième rang, etc.) n'étant pas prises en compte. Ainsi, si la filiale étrangère d'un investisseur résident détient elle-même un investissement direct dans une autre société, ce deuxième investissement n'est pas pris en considération. De même, si la filiale française d'un investisseur étranger détient une autre filiale en France, ce deuxième investissement n'entre pas dans l'encours recensé.

Les encours d'investissements directs en valeur de marché, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, font l'objet d'une estimation, déterminée en commun avec les comptables financiers nationaux, appliquée aux seuls capitaux propres. S'agissant des prêts et placements, la valeur comptable est présumée identique à la valeur de marché. La valeur de marché est uniquement calculée sur le total de l'encours. Aucune ventilation par entreprise, par pays ou par secteur économique n'est donc disponible.

La position-titres (encours des titres français détenus par les non-résidents et des titres étrangers détenus par les résidents) est établie chaque année à la suite d'un recensement titre par titre dont les résultats sont disponibles neuf mois après la fin de l'année de référence. Entre deux recensements annuels, des estimations sont effectuées à l'aide du dernier stock disponible, revalorisé et actualisé à l'aide de cumuls de flux.

S'agissant des investissements de portefeuille des résidents en titres étrangers (avoirs), les titres recensés sont tous les titres étrangers en euros ou en devises, (actions, titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, obligations, titres 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'arrêté du recensement (cours de bourse pour les titres cotés ou cours retenus par les banques pour l'évaluation annuelle du portefeuille de leur clientèle pour les titres non cotés).

Les encours de produits dérivés comprennent des données sur les options — instruments conditionnels achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs, les *swaps*, FRAs, *forwards* du secteur bancaire. Ils sont valorisés en valeur de marché.

Les autres investissements comprennent les crédits commerciaux et les avances à la commande, la position dépôts-crédits des entreprises, des OPCVM non monétaires et des entreprises d'investissement, les créances des ménages vis-à-vis de l'étranger, la position dépôts-crédits des IFM résidentes, les investissements des autorités monétaires et des administrations publiques non recensés ailleurs. Les encours sont évalués en valeur nominale.

Les avoirs de réserve sont valorisés à chaque fin de mois sur la base des cours déterminés comme suit :

• l'or est valorisé au cours du dernier jour du mois ;

• les droits de tirage spéciaux et la position vis-à-vis du Fonds monétaire international sont évalués au dernier cours du DTS calculé par le FMI à la date d'arrêté ;

• les devises sont comptabilisées au cours constaté à la date d'arrêté.

2| Monnaie, placements et financements

Zones géographiques

Zone euro : Allemagne + Autriche + Belgique + Chypre + Espagne + Estonie + Finlande + France + Grèce + Irlande + Italie + Luxembourg + Malte + Pays-Bas + Portugal + Slovaquie + Slovénie

Depuis le 1er 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 1er janvier 1999 et le 19 mai 2008)

TARGET 2 : Système TARGET de paiement de deuxième génération, utilisé depuis le 19 novembre 2007

TBF : Transferts Banque de France (système français de paiement de montant élevé à règlement brut en fonction entre le 1er janvier 1999 et le 18 février 2008)

Séries chronologiques

Taux

http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/taux/taux.htm

- Les taux de change (euro contre devises)
- Les taux directeurs
- Les taux d'intérêt
- Les taux de l'usure

Monnaie

http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/monnaie/monnaie.htm

- Les évolutions monétaires de la France
- Les agrégats monétaires de la zone euro
- Monnaie et placements France et zone euro

Titres, crédit et dépôts

http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/titres/titres.htm

- Dépôts et placements
- Crédit
- Endettement et titres
- Comptes financiers

Activité bancaire et financière

http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/activite/activite.htm

- Les institutions financières
- L'activité bancaire internationale

Économie et conjoncture

http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/economie/economie.htm

- Balance des paiements
- Enquêtes de conjoncture
- Entreprises
- Publications régionales

Base de données

http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/base/base.htm

- Taux d'intérêt et taux de change
- Statistiques monétaires
- Dépôts et crédits en région : centralisations financières territoriales
- 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

Divers

Abréviations

Organismes et institutions

BCE	Banque centrale européenne
BCEAO	Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest
BCN	Banque centrale nationale
BEA	*Bureau of Economic Analysis*
BEAC	Banque des États de l'Afrique centrale
BIT	Bureau international du travail
BLS	*Bureau of Labour Statistics*
BRI	Banque des règlements internationaux
CDC-CNE	Caisse des dépôts et consignations – Caisse nationale d'épargne
Dares	Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (ministère du Travail)
Euronext	Bourse paneuropéenne, née en 2000
Eurostat	Office statistique de l'Union européenne
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	*Federal Open Market Committee*
IFM	Institutions financières monétaires
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques

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	*Euro over night index average*
EUROSTOXX 50	Indice composé de 50 actions négociées sur les places boursières de la zone euro
FTSE (FOOTSIE)	Indice de la City
Itraxx	Indice de référence pour les contrats indiciels sur défaut
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
ISM	Indice américain de l'activité industrielle
MIDCAC	Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas
NASDAQ	Indice des valeurs technologiques américaines
NIKKEI	Indice japonais
NM	Indice composite du nouveau marché de la Bourse de Paris, qui tient compte de toutes les actions cotées sur le nouveau marché
SBF 120	Indice français, composé de 120 titres négociés sur la place de Paris
SBF 250	Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris
SP 500	Indice américain composé de 500 actions négociées surtout sur le NYSE (*New York Stock Exchange*)

Autres sigles

ANF	Agents non financiers
APD	Aide publique au développement
APU	Administrations publiques
BMTN	Bon à moyen terme négociable
BTAN	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
BTF	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
CAF/FAB	Coût, assurance/frêt franco-à-bord
CDO	Obligation sur dette collatéralisée
CDN	Certificat de dépôt négociable
CDS	*Credit default swaps*
CEL	Compte épargne-logement
Cjo	Données corrigées des jours ouvrés
CODEVI	Compte pour le développement industriel
Cvs	Données corrigées des variations saisonnières
EC	Établissement de crédit
EI	Entreprise d'investissement
EIT	Endettement intérieur total
EMTN	*Euro medium term notes*
Euribor	*Euro interbank offered rate*
FAB/FAB	Franco-à-bord/Franco-à-bord
FBCF	Formation brute de capital fixe
FCC	Fonds commun de créance
IDE	Investissements directs à l'étranger
ISBLM	Institution sans but lucratif au service des ménages
Isma	Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité
LCR	Lettre de change relevé
Libor	*London interbank offered rate*
NES 16	Nomenclature économique sectorielle établie par l'INSEE
OAT	Obligation assimilable du Trésor
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPR	Opération principale de refinancement
OTC	*Over-the-counter* (marché de gré à gré)
PEL	Plan d'épargne-logement
PEP	Plan d'épargne populaire
PFIT	Période de fixation initiale des taux
PIB	Produit intérieur brut
PMI	Petites et moyennes industries
SNF	Sociétés non financières
SQS	Sociétés et quasi-sociétés
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/htm/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/htm/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, 1er trimestre
« La situation des entreprises en France à fin 2008 — Quelques développements récents », n° 175, 1er trimestre
« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière — Résultats de l'enquête 2008 », n° 175, 1er trimestre
« Évolutions de la monnaie et du crédit en France en 2008 », n° 175, 1er trimestre
« Le patrimoine économique national de 1978 à 2007 — Trente années au rythme des plus-values immobilières et boursières », n° 175, 1er trimestre
« Typologie des situations de surendettement », n° 175, 1er trimestre
« Le remboursement des billets en francs — Premier bilan, sept ans après l'introduction des billets en euro », n° 175, 1er trimestre

« La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2008 », n° 176, 2e trimestre
« Les comptes financiers de la Nation en 2008 : les taux d'endettement des agents non financiers augmentent toujours », n° 176, 2e trimestre
« La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2008 », n° 176, 2e trimestre
« Les marchés de titres de la dette publique dans les pays africains en développement : évolution récente et principaux défis », n° 176, 2e trimestre
« La formation des professionnels à l'authentification des billets de banque — Un axe essentiel de la lutte contre la contrefaçon », n° 176, 2e trimestre

« Évolutions récentes de la structure des placements des assureurs », n° 177, 3e trimestre
« La situation des PMI en 2008 : la résistance de l'activité en début d'année a limité l'impact de la récession sur les comptes », n° 177, 3e trimestre
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2008 », 3e trimestre
« Les flux d'investissements directs de la France en 2008 », n° 177, 3e trimestre
« Une nouvelle norme de construction et de diffusion des statistiques d'investissements directs », n° 177, 3e trimestre
« Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes », n° 177, 3e trimestre

« La mesure de l'activité des banques en France », n° 178, 4e trimestre
« Analyse de la portée des résultats du *Bank Lending Survey* au regard des données de crédit », n° 178, 4e trimestre
« La situation des entreprises en 2008 — Grandes entreprises, entreprises de taille intermédiaire et petites et moyennes entreprises : des profils différenciés face à la crise », n° 178, 4e trimestre
« L'impact économique des défaillances d'entreprises en 2008 et 2009 », n° 178, 4e trimestre
« La Médiation du crédit », n° 178, 4e trimestre
« Le *Contrat de service public* », n° 178, 4e trimestre
« Le droit au compte », n° 178, 4e trimestre

Année 2010

« Les politiques salariales des entreprises durant la crise : résultats d'enquêtes », n° 179, 1er trimestre
« Chute historique de la durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière en 2009, mais rebond prévu en 2010 », n° 179, 1er trimestre
« Les marchés immobiliers après la crise : quelles leçons pour la macroéconomie ? », n° 179, 1er trimestre
« Besoins de financement et viabilité de la dette extérieure dans les pays d'Afrique subsaharienne », n° 179, 1er trimestre
« Évaluation des stocks d'investissements directs dans des sociétés non cotées en valeur de marché : méthodes et résultats pour la France », n° 179, 1er trimestre
« La qualité de la circulation des billets — Un rôle essentiel de la Banque centrale », n° 179, 1er trimestre
« Évolution de la monnaie et du crédit en France en 2009 », n° 179, 1er trimestre

« Le comportement d'épargne des ménages en 2009 », n° 180, 2e trimestre
« Les comptes financiers de la Nation en 2009 : réorientation des flux de financement vers les administrations publiques », n° 180, 2e trimestre
« La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2009 », n° 180, 2e trimestre
« Liens économiques, contagion, et la crise financière — Synthèse de la conférence BdF/PSE/FMI des 28 et 29 janvier 2010 », n° 180, 2e trimestre
« Les déterminants de la multibancarité des entreprises en France », n° 180, 2e trimestre
« Les PME de l'industrie manufacturière en France : un positionnement intermédiaire par rapport à huit autres pays européens », n° 180, 2e trimestre
« Le système de cotation de la Banque de France : un atout pour la Banque centrale et un outil pour les banques », n° 180, 2e trimestre
« Les évolutions du commerce extérieur de services de la France : une analyse par secteurs et par pays », n° 180, 2e trimestre

« En 2009, repli du patrimoine économique national pour la deuxième année consécutive », n° 181, 3e trimestre
« Évolution de l'épargne réglementée depuis la généralisation de la distribution du livret A », n° 181, 3e rimestre
« Évolutions récentes de la structure des placements des assureurs », n° 181, 3e trimestre
« La situation des PME en 2009 : leur structure financière résiste à la crise », n° 181, 3e trimestre
« Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes », n° 181, 3e trimestre
« La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2009 », n° 181, 3e trimestre
« Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France en 2009 », n° 181, 3e trimestre
« Séminaire monétaire international : infrastructures de marché et stabilité financière », n° 181, 3e trimestre
« Les stratégies de politique monétaire après la crise », n° 181, 3e trimestre
« La politique de cohésion et les nouveaux États membres de l'Union européenne », n° 181, 3e trimestre

« La situation des entreprises en 2009 : baisse de l'activité et attentisme en période de crise », n° 182, 4e trimestre
« Les délais de paiement en 2009 un an après la mise en œuvre de la LME », n° 182, 4e trimestre
« La Médiation du crédit », n° 182, 4e trimestre
« Le dispositif de traitement des situations de surendettement des particuliers : les principaux effets de la loi Lagarde », n° 182, 4e 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, 4e trimestre
« L'évolution du taux des certificats de dépôt et la disparité des taux unitaires par émetteurs, indicateur de tensions potentielles ? », n° 182, 4e trimestre
« Le futur de la politique monétaire : synthèse de la conférence tenue à Rome le 30 septembre et le 1er octobre 2010 », n° 182, 4e 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, 4e trimestre

Année 2011

« L'évolution de la monnaie et du crédit en France : 2010, l'année de la reprise », n° 183, 1er trimestre
« Le retour à la normale de la durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière en 2010 », n° 183, 1er trimestre
« Les stocks dans la crise », n° 183, 1er trimestre
« Stratégies de sortie de crise et de croissance — Colloque OCDE-Banque de France, 9 et 10 décembre 2010 », n° 183, 1er trimestre
« Analyses structurelles en temps de crise — Colloque Banque de France, 29 et 30 novembre 2010 », n° 183, 1er trimestre
« La Banque de France dans les instances européennes et internationales », n° 183, 1er trimestre
« Les modèles fractals en finance », n° 183, 1er trimestre

« Les répercussions du séisme du 11 mars sur l'économie japonaise et l'économie mondiale », n° 184, 2e trimestre
« Face aux déséquilibres mondiaux : quelle régulation ? » — Synthèse du colloque international de la Banque de France, 4 mars 2011 », n° 184, 2e trimestre
« Les comptes financiers de la Nation en 2010 : reprise du crédit et poursuite de la hausse des taux d'endettement », n° 184, 2e trimestre
« Le comportement d'épargne des ménages en 2010 », n° 184, 2e trimestre
« Épargne et choix de portefeuille des ménages : approches micro et macroéconomiques », n° 184, 2e trimestre
« La destination finale des placements financiers des ménages français », n° 184, 2e trimestre
« Les PME-ETI cotées en bourse : la crise accentue les disparités et souligne les différences de réactivité », n° 184, 2e trimestre
« La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2010 », n° 184, 2e trimestre
« Liens entre les flux de capitaux et le développement financier : une revue de la littérature », n° 184, 2e 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/htm/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
« *Credit 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 XXIe 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 « réhypothécation » sur les marchés des produits dérivés de gré à gré », n° 14, juillet
« Silos et silences : les difficultés à déceler les problèmes liés aux instruments de crédit 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/htm/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/htm/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/htm/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 septembre 2011

Rapport annuel 2010 de la Zone franc

- L'évolution économique et financière dans les pays africains de la Zone franc
- La politique et les agrégats monétaires dans les zones d'émission africaines (UEMOA, CEMAC, Comores)
- Les monographies économiques par pays (UEMOA, CEMAC, Comores)

À commander au 01 42 92 39 08
*(Documentation et relations avec le public) **
Accessible sur :
http://www.banque-france.fr/fr/eurosys/zonefr/zonefr.htm

** dans la limite des stocks disponibles*

❑ Mes coordonnées ont changé, merci de bien vouloir les rectifier ou les compléter :

Numéro d'abonnement :
Prénom : Nom :
Organisme : Fonction:
Adresse :
Code postal : Ville :
Pays :

❑ Je ne souhaite plus recevoir le *Bulletin de la Banque de France* :

Numéro d'abonnement :
Prénom : Nom :
Organisme :

« Vous recevez cette publication de la part de la Banque de France parce que vous figurez dans la liste informatique de ses contacts. Vos coordonnées ne sont pas transmises à des tiers. Si vous souhaitez modifier les informations vous concernant ou si vous ne souhaitez plus recevoir cette publication, merci de nous le préciser à tout moment dans le coupon-réponse que vous adresserez à : Banque de France 07-1397 SDRP Pôle support aux relations externes 75049 Paris Cedex 01 ou par courriel à diffusion@banque-france.fr ».

Le Bulletin de la Banque de France est disponible à la fois sous format électronique sur le site web de la Banque de France et sous format papier.

La version imprimée peut donc être obtenue gratuitement sur simple demande au service des Relations avec le public (adresse ci-contre).

La Banque de France produit un nombre d'exemplaires limité. Elle se réserve le droit de suspendre le service de cette diffusion gratuite et de restreindre le nombre de copies attribuées par personne.

Éditeur
Banque de France
39, rue Croix des Petits-Champs
75001 Paris

Directeur de la publication
Armand Pujal

Comité éditorial
François de Coustin
Unités de la Banque de France représentées :
DGAFP, DGEI, DGO, DGS, SGACP

Rédacteur en chef
Corinne Dauchy

Secrétaires de rédaction
Christine Collomb-Jost, Marcia Toma

Maquettistes et opérateurs PAO
Nicolas Besson, Angélique Brunelle, 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
Septembre 2011

Internet
http://www.banque-france.fr/fr/publications/accueil.htm