BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

1ER TRIMESTRE 2012

187

BANQUE DE FRANCE

EUROSYSTÈME

102–187

SOMMAIRE

ÉTUDES

Les PME en forte croissance 1
Matthieu BRUN et Flavia CHAI
Les PME indépendantes en forte croissance dynamisent le tissu économique français : elles créent de nombreux emplois, contribuent significativement à l'innovation et sont particulièrement rentables lorsqu'elles parviennent à émerger. Leur développement rapide exige un mode de financement adapté : une fois parvenues à maturité, ces entreprises augmentent leur ressources propres afin d'équilibrer leur bilan, ouvrant leur capital à des investisseurs privés, particuliers ou entreprises.

Après un retour à la normale en 2010, la durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière poursuit sa progression en 2011 15
Béatrice ROUVREAU et Emmanuelle SABATIÉ
En 2011, la durée d'utilisation des équipements poursuit sa hausse amorcée en 2010 mais à un rythme plus modéré. Les chefs d'entreprises prévoient que sa croissance continuerait de ralentir en 2012.

Les caractéristiques des montages LBO en France : de fortes spécificités pour les cibles de petite ou moyenne taille 25
Sendes SOUISSI
Les entités restructurées au travers de LBO s'avèrent généralement plus performantes et plus dynamiques que la moyenne : à investissement constant, leur potentiel de développement et de génération de cash-flows *apparaît plus important.*

L'évolution des placements financiers des ménages français en 2011 33
Adeline BACHELLERIE, Olivier de BANDT, Daniel GABRIELLI et Laetitia MENEAU
L'année 2011 a été marquée par une évolution des placements financiers des ménages : fléchissement de la collecte de l'assurance-vie, retraits sur les OPCVM et sensible progression des produits bancaires les plus liquides.

L'évolution de la monnaie et du crédit en 2011 39
Jérémi MONTORNÈS
En 2011, le taux de croissance annuel de l'agrégat M3 de la zone euro, redevenu positif en 2010 (1,7 %), s'est redressé jusqu'à l'été 2011 avant de revenir à 1,5 % en fin d'année. Dans le même temps, la contribution française s'est établie à 3,3 %, en net repli par rapport à l'année précédente (6,6 %). Les crédits au secteur privé non financier ont continué de croître en France à un rythme plus soutenu que dans la zone euro.

La récession de 2008-2009 a-t-elle accru la part structurelle du chômage en zone euro ? 45
Sophie HAINCOURT et Matteo MOGLIANI
La courbe dite « de Beveridge » illustre la relation entre taux de chômage et taux d'emplois vacants. En ce qui concerne la zone euro, le redressement du taux de chômage et la hausse des difficultés de recrutement depuis la récession de 2008-2009 témoignent d'un risque d'accroissement du chômage structurel. Au niveau national, ce risque est principalement localisé en Espagne, mais des signaux négatifs apparaissent également en France.

Les politiques budgétaire et monétaire à la suite de la crise financière
Synthèse de la conférence BDF/EABCN/EJ/PSE des 8 et 9 décembre 2011 57
Matthieu BUSSIÈRE et Pascal TOWBIN
Les 8 et 9 décembre 2011, une conférence sur les politiques budgétaire et monétaire à la suite de la crise financière a été organisée à Paris par la Banque de France en collaboration avec la Paris School of Economics, *le* Euro Area Business Cycle Network *et* The Economic Journal. *Elle a permis à d'éminents universitaires et décideurs de présenter les travaux analytiques récents et d'échanger leurs points de vue sur certaines questions complexes.*

Prévoir le cycle économique
Synthèse du huitième séminaire de l'*International Institute of Forecasters* organisé par la Banque de France les 1er et 2 décembre 2011 à Paris 63
Laurent FERRARA
*Depuis la récession économique mondiale de 2008-2009, les méthodes de prévision des cycles économiques ont été largement reconsidérées. Le dernier séminaire de l'*International Institute of Forecasters, *organisé par la Banque de France les 1er et 2 décembre 2011 à Paris, a été l'occasion pour un certain nombre d'universitaires et d'économistes issus d'institutions internationales et nationales de présenter et de discuter des méthodes économétriques innovantes mises au point récemment.*

STATISTIQUES

Sommaire S1

DIVERS

Abréviations I
Documents publiés III
Coupon-abonnement IX

Achevé de rédiger le 20 mars 2012

Les PME en forte croissance

Matthieu BRUN et Flavia CHAI
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

Selon une estimation tirée de la base FIBEN de la Banque de France, les PME indépendantes en forte croissance (PME FC) contribuent significativement au dynamisme de l'économie française : alors qu'elles ne constituent que 7 % des PME indépendantes, elles sont à l'origine de plus de la moitié des emplois nets générés par ces dernières sur la période 2002-2005.

Souvent créées sur le modèle start-up, ces entreprises ont un profil très spécifique : elles sont jeunes, résolument tournées vers l'international, et investissent même lorsque les conditions économiques sont défavorables. Leurs investissements ont crû de 6 % sur la période 2002-2005 (– 1 % pour les autres PME indépendantes), et encore de 1 % sur la période 2006-2010 (– 2 % pour les autres PME indépendantes). Elles dégagent une rentabilité élevée, leur marge étant jusqu'à 50 % supérieure à celle des autres PME indépendantes.

Ce fort dynamisme s'accompagne de stratégies de développement adaptées sur le plan du capital humain et financier :

• privilégiant la flexibilité lors de leur phase de croissance, elles recourent au personnel extérieur proportionnellement plus que les autres entreprises ;

• leur forte croissance est dans un premier temps entretenue par l'autofinancement et le recours à l'endettement bancaire. Par la suite, les plus dynamiques de ces entreprises tendent à ouvrir leur capital pour équilibrer leur bilan : encore assez peu enclines à se financer sur les marchés destinés aux entreprises de taille moyenne ou intermédiaire (segment B et C d'Euronext, Alternext), elles préfèrent se tourner vers des investisseurs privés. Elles renforcent notamment leurs fonds propres en faisant appel à des groupes extérieurs qui, en les intégrant, leur procurent l'accès aux ressources nécessaires à leur croissance.

Sur la période 2006-2010, la propension à la défaillance des PME indépendantes en forte croissance est proche de celle des autres PME indépendantes : malgré des besoins élevés de financement et une plus forte exposition à l'international, ces entreprises ont su résister à la crise. Lorsqu'elles surviennent, les difficultés affectent prioritairement les PME FC à faible rentabilité.

Mots clés : PME, forte croissance, gazelles, création d'emploi, croissance externe, Alternext

Codes JEL : L22, L23

1| Les PME indépendantes en forte croissance, une élite façonnée pour la performance

Cette étude présente les résultats de la comparaison entre les PME indépendantes en forte croissance (PME FC) et les autres PME indépendantes, dites classiques. Les PME en forte croissance sont analysées à partir d'un échantillon d'entreprises sélectionnées sur la période 2002-2005, puis suivies jusqu'en 2010 (cf. encadré 1). L'objectif est de déterminer les caractéristiques des PME FC et d'en étudier la dynamique, afin de mieux connaître ce qui favorise leur développement et d'identifier leurs besoins en matière de financement.

ENCADRÉ 1

Identification et suivi des PME indépendantes en forte croissance

Les PME indépendantes en forte croissance (PME FC) sont sélectionnées sur la période 2002-2005 dans la base FIBEN de la Banque de France [1], selon le principe suivant :

• sélection des unités légales classées en PME indépendantes en 2002 selon les critères de la loi de modernisation de l'économie (LME) [2] ;
• cylindrage de l'échantillon de 2002 à 2005 : ne sont retenues que les PME dont le bilan est collecté dans FIBEN chacune des quatre années ;
• une unité légale est considérée en forte croissance si le taux de croissance annuel moyen de son chiffre d'affaires sur les trois ans est quatre fois supérieur au taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires du secteur d'activité dans lequel elle opère [3].

Sont ainsi identifiées 5 850 PME indépendantes en forte croissance entre 2002 et 2005 (cf. tableau A) [4]. Cette période couvre une fraction relativement favorable et stable du cycle économique, contexte dans lequel les PME FC exploitent le mieux leurs capacités intrinsèques et peuvent ainsi se singulariser. L'identification des PME FC serait plus délicate sur des phases de cycle moins favorables, au cours desquelles il leur est plus difficile d'émerger.

Tableau A Dénombrement des PME FC sur la période 2002-2005

	Entreprises classiques	Entreprises en forte croissance
Année	2002-2005	2002-2005
Nombre d'unités légales	72 689	5 850

Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

Afin de suivre les trajectoires des PME FC identifiées sur la période 2002-2005, un second échantillon est constitué en étendant la période d'analyse jusqu'en 2010. Ce dernier est cylindré sur la période 2002-2010 (cf. tableau B).

Tableau B PME indépendantes présentes dans FIBEN jusqu'à 2010

	Entreprises classiques		Entreprises en forte croissance	
Année	2002-2005	2002-2010	2002-2005	2002-2010
Nombre d'unités légales	72 689	51 868	5 850	4 339

Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

L'échantillon initial de PME FC est réduit de 26 % (respectivement 29 % pour les entreprises classiques) après cylindrage sur l'ensemble de la période 2002-2010, les raisons de cette attrition étant multiples (cf. encadré 2).

1 FIBEN, le (FI)chier (B)ancaire des (EN)treprises, recense environ 250 000 bilans d'entreprises par an.
2 i.e. selon les trois critères d'effectifs (moins de 250 personnes), de chiffre d'affaires (jusqu'à 50 millions d'euros) et de total de bilan (jusqu'à 43 millions d'euros)
3 Voir l'annexe méthodologique pour une définition plus précise et la justification du seuil
4 Sont exclus de l'analyse les secteurs agricole, financier, l'administration, l'enseignement, la santé et les activités extraterritoriales.

Tableau 1 Nombre d'emplois nets créés sur la période 2002-2005

(entreprises et emplois en nombre, part en %)

Type d'entreprise	Nombre d'entreprises	Part en entreprises	Création nette d'emplois	Part des créations d'emplois
Entreprises en forte croissance	5 642	8	39 857	58
Entreprises classiques	68 176	92	28 863	42
Ensemble	73 818	100	68 720	100

Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME et ayant renseigné le champ « effectifs » à la fois en 2002 et en 2005
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

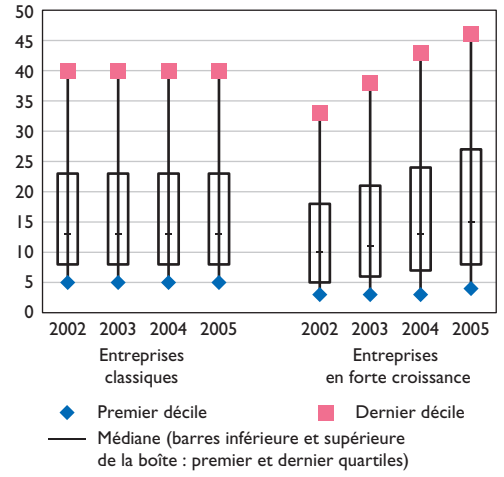
Les PME FC génèrent plus d'un nouvel emploi sur deux

Sur les 68 720 emplois nets créés par les PME indépendantes sur la période 2002-2005, 39 857 le sont par celles en forte croissance, soit 58 %, alors qu'elles ne comptent que pour 8 % du nombre de PME indépendantes pour lesquelles on dispose des effectifs (cf. tableau 1).

En 2002, les PME en forte croissance comptent moins d'employés que les entreprises classiques. En trois ans, elles rattrapent et dépassent ces dernières : portées par une forte hausse du chiffre d'affaires, les PME FC recrutent pour soutenir leur croissance. Ainsi, alors que moins d'un quart d'entre elles employaient 20 salariés ou plus en 2002, elles sont plus du quart à employer 25 salariés ou plus en 2005 (cf. graphique 1).

Graphique 1 Distribution de l'emploi

(en nombre)



Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME et ayant renseigné le champ emploi chaque année
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

Des performances supérieures à celles des PME indépendantes classiques

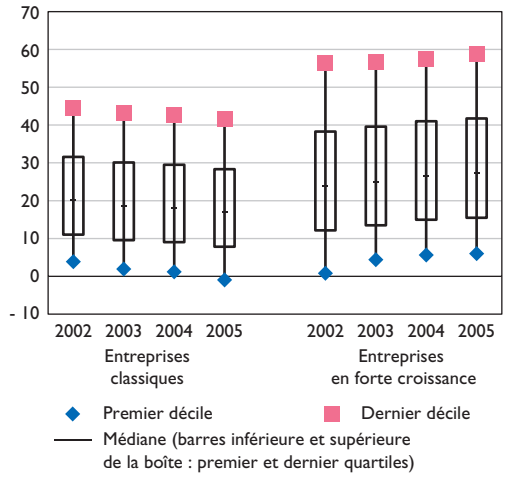
La création d'emplois par les PME FC s'accompagne d'une hausse de leurs performances : elles se distinguent des entreprises classiques par une augmentation progressive de leur taux de marge sur la période 2002-2005 (cf. graphique 2). Par ailleurs, ces taux sont plus hétérogènes que pour les entreprises classiques : en 2005, alors que pour la moitié de ces dernières le taux de marge est compris entre 8 % et 28 %, celui des PME FC est compris entre 15 % et 42 %, soit une dispersion supérieure de 7 points (27 points contre 20 points).

En moyenne, l'excédent brut d'exploitation des PME FC est presque multiplié par trois entre 2002 et 2005. Leur taux de marge moyen progresse de 8 points sur la période, tandis que celui des entreprises classiques diminue de près de 3 points (cf. tableau 2).

Alors qu'entre 2002 et 2005, la part de la valeur ajoutée dédiée par les PME FC à l'ensemble des charges de personnel diminue de plus de 10 points, contre une

Graphique 2 Distribution du taux de marge

(ratio excédent brut d'exploitation/valeur ajoutée, en %)



Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

Tableau 2 Évolution des composantes du taux de marge (excédent brut d'exploitation/valeur ajoutée)

(en points de valeur ajoutée)

	Entreprises classiques					Entreprises en forte croissance				
	2002	2003	2004	2005	Variation 2002/2005	2002	2003	2004	2005	Variation 2002/2005
Valeur ajoutée	100,0	100,0	100,0	100		100,0	100,0	100,0	100,0	
(+) Subventions d'exploitation	0,6	0,7	0,6	0,6	0,0	1,3	1,1	1,0	0,8	- 0,5
(-) Charges de personnel	72,1	73,2	73,1	74,2	2,1	73,1	68,2	65,9	62,7	- 10,4
dont personnel extérieur	3,4	3,4	3,5	3,8	0,4	4,2	4,6	5,1	5,2	1,0
(-) Impôt sur la production	4,6	4,8	5,0	5,3	0,7	4,3	4,2	4,2	4,3	0,0
(+) Autres produits et charges d'exploitation	- 1,0	- 1,0	- 1,0	- 0,8	0,2	- 0,6	- 0,9	- 1,0	- 2,4	- 1,8
Excédent brut d'exploitation	**22,9**	**21,7**	**21,5**	**20,3**	**- 2,6**	**23,3**	**27,8**	**29,9**	**31,4**	**8,1**

Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

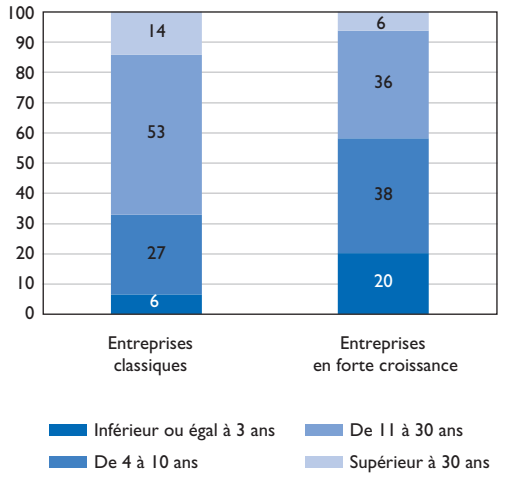
progression de 2 points pour les entreprises classiques, la part des charges liées à l'emploi de personnel extérieur augmente deux fois plus (+ 1 point, contre + 0,4 point). Ces observations révèlent les gains de productivité importants faits par les PME FC et leur besoin de flexibilité, avec un recours plus élevé au personnel extérieur durant leur phase de croissance.

Un modèle économique tourné vers l'innovation et l'international

Les PME FC sont relativement jeunes : un cinquième d'entre elles ont moins de quatre ans en 2002, contre 6 % pour les entreprises classiques (cf. graphique 3). Elles sont également plus dynamiques : le volume total de leurs investissements croît de 6 % sur la période 2002-2005, tandis qu'il se réduit de 1 % pour les entreprises classiques. Même en période de crise, le volume d'investissement des PME FC continue d'augmenter (+ 1 % sur la période 2006-2010, contre – 2 % pour les entreprises classiques). Comparés à ceux des PME classiques, ces investissements représentent une part plus élevée de leur valeur ajoutée : en 2002, pour le quart des PME ayant le taux d'investissement le plus élevé, celui-ci est supérieur à 20 % pour les PME FC, contre seulement 13 % pour les entreprises classiques (cf. graphique 4). La diminution du taux d'investissement des PME FC observée entre 2002 et 2005

Graphique 3 Répartition par âge (en 2002)

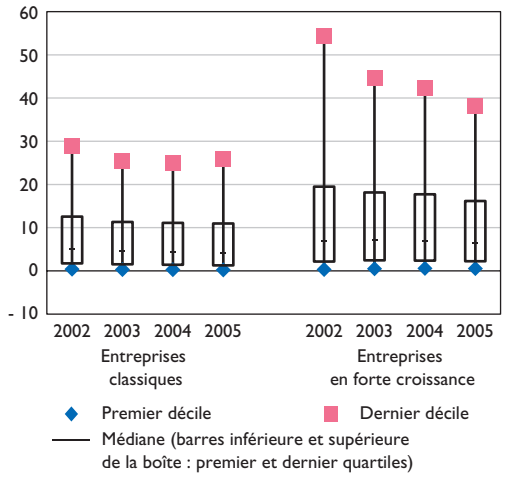
(en %)



Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

Graphique 4 Distribution du taux d'investissement

(ratio flux d'immobilisations corporelles et incorporelles/valeur ajoutée, en %)



Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

Tableau 3 Poids des PME FC en nombre et en chiffre d'affaires sur la période 2002-2005

(en %)

Secteur	Part des PME FC dans le total des PME du secteur (en nombre)	Part du chiffre d'affaires des PME FC dans le total des PME du secteur	
		2002	2005
Industrie	12	10	17
Construction	3	3	7
Commerce	8	7	13
Transports	3	3	12
Hébergement-restauration	7	6	10
Information-communication	10	7	26
Soutien aux entreprises	5	4	11
Autres services (dont services aux ménages)	6	8	17
Total	**7**	**7**	**13**

Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

s'explique par l'augmentation de leur valeur ajoutée. Cette propension marquée à l'investissement se retrouve dans la part de PME FC reconnues innovantes par Oséo : 0,8 % d'entre elles (35 unités légales) se sont vu attribuer le label « entreprise innovante » sur la période 2006-2010, contre 0,1 % (65 unités légales) pour les entreprises classiques [1].

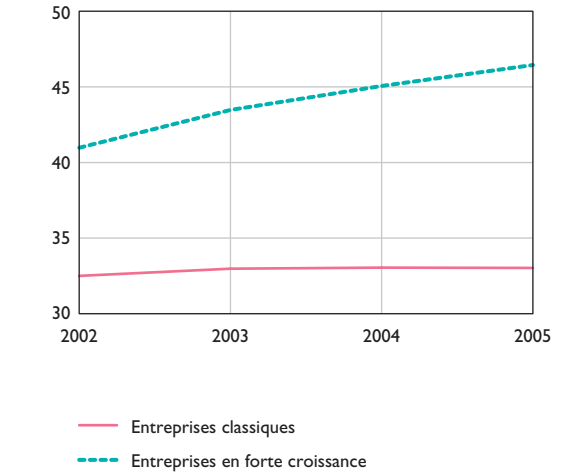
Le plus grand dynamisme des PME FC n'est pas uniquement lié à leur jeune âge : c'est ce que suggère l'analyse « toutes choses égales par ailleurs », qui permet d'améliorer la comparabilité entre les PME FC et les entreprises classiques en retraitant les analyses de certains effets de composition des échantillons (cf. annexe 2).

Sur le plan sectoriel, l'industrie et l'information-communication comptent une part de PME FC élevée (respectivement 12 % et 10 % des unités légales, cf. tableau 3). Les nouvelles technologies constituent un secteur favorable au développement des PME FC : dans l'information-communication, la part de marché des PME FC a été multipliée par près de quatre entre 2002 et 2005, pour atteindre un quart du chiffre d'affaires généré par les PME indépendantes de ce secteur en 2005. Ainsi, à cette date, leur poids économique est presque trois fois plus important que leur poids en nombre.

Les PME FC profitent pleinement des possibilités offertes par la globalisation économique : entre 2002

Graphique 5 Part des entreprises exportatrices

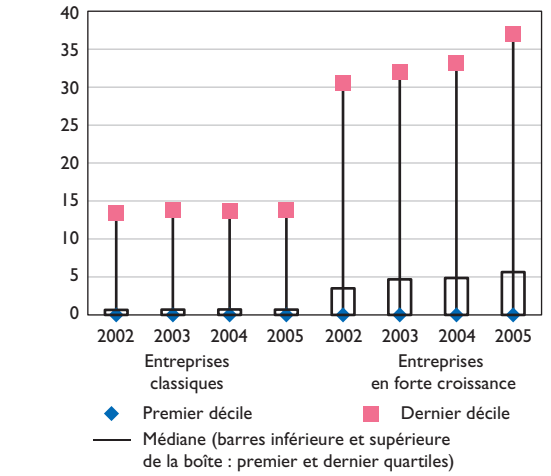
(en %)



Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

Graphique 6 Part du chiffre d'affaires réalisé à l'exportation

(en %)



Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

1 Sources : Banque de France et Oséo

Tableau 4 Taux de défaillance des PME FC et des entreprises classiques
Défaillances enregistrées entre 2006 et 2010

(entreprises en nombre et taux en %)

Horizon d'observation	Nombre cumulé d'entreprises défaillantes		Taux de défaillance	
	PME FC	PME classiques	PME FC (5 850 entreprises saines à fin 2005)	PME classiques (72 689 entreprises saines à fin 2005)
1 an	48	601	0,82	0,83
2 ans	120	1 402	2,05	1,93
3 ans	209	2 233	3,57	3,07
4 ans	320	3 395	5,47	4,67
5 ans	423	4 434	7,23	6,10

Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

et 2005, la part des PME FC exportatrices augmente progressivement jusqu'à atteindre 45 %. À l'inverse, elle stagne aux alentours de 33 % pour les entreprises classiques (cf. graphiques 5 et 6). En ciblant les marchés internationaux et notamment les pays émergents, les PME FC stimulent leur activité ; la part de leur chiffre d'affaires à l'exportation est ainsi beaucoup plus importante que celle des entreprises classiques.

Une prise de risque assumée par les dirigeants et maîtrisée

Atteindre puis maintenir un niveau de croissance élevé n'est pas sans risque : la probabilité que les PME FC subissent une ouverture de procédure collective à l'horizon de cinq ans est légèrement supérieure à celle des entreprises classiques (7,23 %, contre 6,10 %), ce malgré des niveaux de rentabilité supérieurs [2, 3] (cf. tableau 4). Cette sinistralité est toutefois modérée au regard du modèle sur lequel sont créées les PME FC : plus exposées à la crise de par leur besoin important de financement et leur forte exposition à l'international, elles font preuve d'une résilience notable entre 2006 et 2010.

2| Les PME FC sont plus nombreuses à privilégier l'ouverture de leur capital à des investisseurs privés

Particulièrement dynamiques, les PME FC ont besoin de ressources adéquates. Le financement de ces entreprises s'effectue *via* trois principaux canaux : le financement classique (autofinancement et/ou financement bancaire), l'ouverture du capital à des investisseurs privés (notamment, intégration d'un groupe) et dans une moindre mesure l'accès au marché financier.

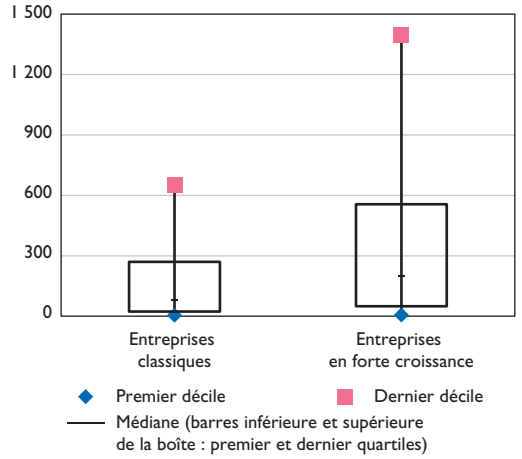
Seulement deux tiers des PME FC restent indépendantes à l'horizon de huit ans

Entre 2002 et 2010, la part des PME en forte croissance restant indépendantes diminue progressivement jusqu'à atteindre 64 %, contre 74 % pour les entreprises classiques : cette diminution se fait essentiellement au profit des PME de groupe français (de 5 % en 2003 à 28 % en 2010, cf. tableaux 5). Dans 30 % à 40 % des cas, le passage du statut de PME FC à celui de PME de groupe est autonome, et non lié au rachat de l'entreprise par un groupe externe. La création d'un groupe à partir d'une société indépendante présente en effet des avantages fiscaux (optimisation fiscale *via* la création d'une *holding*). Le canal de financement classique n'est pas l'unique vecteur de ressources des PME FC restées indépendantes : sur la période, 48 % (1 332 sur 2 764) d'entre elles ouvrent leur capital, contre 36 % (13 911 sur 38 288) des entreprises classiques. Par ailleurs l'accroissement du capital social, lorsqu'il a lieu, est beaucoup plus important pour les PME FC que pour les entreprises classiques : parmi les PME FC restées indépendantes mais ayant ouvert leur capital, ce dernier est multiplié par au moins trois pour la moitié d'entre elles entre 2002 et 2010, contre 1,8 pour les entreprises classiques (cf. graphique 7). Lorsqu'elles ne peuvent ou ne veulent pas intégrer un groupe, les PME FC confortent le niveau de leur fonds propres auprès de personnes physiques.

2 *Une procédure collective (également appelée défaillance) est caractérisée par une ouverture de jugement de type redressement ou liquidation judiciaire.*
3 *La sinistralité des entreprises est ici sous-estimée, du fait du cylindrage des échantillons. En particulier, il est vraisemblable qu'un certain nombre de PME FC potentielles, construites sur le modèle* start-up, *n'aient pu être identifiées car n'ayant pas survécu entre 2002 et 2005.*

Graphique 7 Distribution du taux de croissance du capital social entre 2002 et 2010

(en %)



Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME, restées indépendantes en 2010, et dont le capital social a augmenté sur la période
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

Les PME FC les plus dynamiques intègrent des grands groupes et des groupes de taille intermédiaire susceptibles de leur apporter les financements nécessaires à leur développement

En 2010, plus de 8 % des PME indépendantes en forte croissance étudiées sont rattachées à une ETI française, à un grand groupe ou à un groupe étranger, contre moins de 4 % pour les entreprises classiques. Un certain nombre de PME FC finissent par intégrer un groupe de plus grande taille pour y trouver un soutien à leur développement, en bénéficiant notamment de financements au travers de flux de capitaux internes au groupe. De telles opérations leur confèrent également une meilleure visibilité auprès des partenaires bancaires, ce qui leur permet d'obtenir de meilleures conditions de financement [4].

Les PME FC intégrées à des groupes présentent les taux de croissance moyens les plus élevés sur la période 2002-2005 : l'intégration d'un groupe est donc

Tableaux 5 Évolution du statut des PME indépendantes entre 2002 et 2010

(en nombre *et en %*)

Entreprises classiques									
Taille	Année								
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PME indépendantes	51 868	49 812	47 938	46 183	44 315	42 374	40 678	39 425	38 288
	100,0	*96,0*	*92,4*	*89,0*	*85,4*	*81,7*	*78,4*	*76,0*	*73,8*
PME groupe français	-	1 745	3 399	4 934	6 517	8 194	9 583	10 652	11 589
	0,0	*3,4*	*6,6*	*9,5*	*12,6*	*15,8*	*18,5*	*20,5*	*22,3*
ETI groupe français	-	126	220	324	471	615	760	879	1 000
	0,0	*0,2*	*0,4*	*0,6*	*0,9*	*1,2*	*1,5*	*1,7*	*1,9*
Grand groupe ou groupe étranger	-	185	311	427	565	685	847	912	991
	0,0	*0,4*	*0,6*	*0,8*	*1,1*	*1,3*	*1,6*	*1,8*	*1,9*
Total	**51 868**	**51 868**	**51 868**	**51 868**	**51 868**	**51 868**	**51 868**	**51 868**	**51 868**

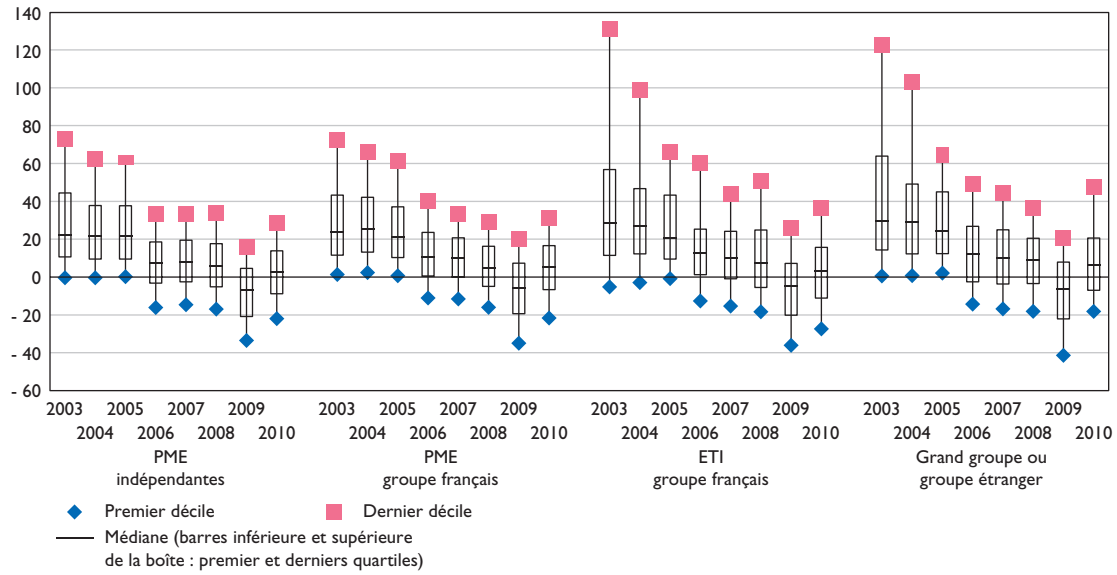
Entreprises en forte croissance									
Taille	Année								
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PME indépendantes	4 339	4 026	3 793	3 601	3 404	3 193	3 021	2 891	2 764
	100,0	*92,8*	*87,4*	*83,0*	*78,5*	*73,6*	*69,6*	*66,6*	*63,7*
PME groupe français	-	233	418	575	727	879	1 008	1 110	1 216
	0,0	*5,4*	*9,6*	*13,3*	*16,8*	*20,3*	*23,2*	*25,6*	*28,0*
ETI groupe français	-	27	43	59	70	99	127	147	159
	0,0	*0,6*	*1,0*	*1,4*	*1,6*	*2,3*	*2,9*	*3,4*	*3,7*
Grand groupe ou groupe étranger	-	53	85	104	138	168	183	191	200
	0,0	*1,2*	*2,0*	*2,4*	*3,2*	*3,9*	*4,2*	*4,4*	*4,6*
Total	**4 339**	**4 339**	**4 339**	**4 339**	**4 339**	**4 339**	**4 339**	**4 339**	**4 339**

Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

4 *Cf. « Le coût du crédit aux entreprises selon leur catégorie »*, Bulletin de la Banque de France *n° 185, troisième trimestre 2011*

Graphique 8 Distribution du taux de croissance du chiffre d'affaires en fonction de la taille des PME FC (taille observée en 2010)

(en %)



Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

le fait des entreprises dont le potentiel de croissance est le plus fort (cf. graphique 8). Pour ces entreprises dont le développement est très rapide, les ressources bancaires sont sans doute insuffisantes pour permettre une croissance équilibrée de leur bilan. Elles font donc appel au capital détenu par les groupes et, à un moindre égard, au marché financier (cf. *infra*).

Peu de PME FC se financent sur les marchés actions

Avant 2005, aucune PME indépendante en forte croissance n'a émis d'actions sur les marchés réglementés ou organisés (les données disponibles ne couvrent pas le marché libre). Le marché Alternext, créé en 2005 pour aider à mobiliser des fonds en faveur des entreprises à faible capitalisation, a été peu sollicité par les PME FC : entre 2005 et 2010, celles-ci n'ont recouru à la Bourse que pour d'assez faibles montants, mobilisés au bénéfice d'un petit nombre d'entreprises avec un maximum de 17 unités légales atteint en 2007 (contre 7 pour les entreprises classiques). La complexité des procédures, le coût élevé d'introduction sur le marché, mais aussi l'impact de la crise de 2008, peuvent expliquer cette réticence. De surcroît, beaucoup de dirigeants fondateurs sont soucieux de ne pas perdre le contrôle de leur société au profit d'investisseurs qui pourraient leur sembler trop distants par rapport à leurs préoccupations. Dans ce contexte, les recours aux marchés, éventuellement soutenus par des initiatives des pouvoirs publics ou des acteurs financiers, pourraient plutôt s'effectuer dans le domaine obligataire.

ENCADRÉ 2

Que sont devenues les PME FC sorties de l'échantillon entre 2006 et 2010 ?

Au cours de la période 2006-2010, une part significative des 5 850 PME FC identifiées entre 2002 et 2005 disparaît de l'échantillon (1 511 entreprises, soit 26 % de l'échantillon). Cela s'explique par le fait que la Banque de France ne dispose pas du bilan de ces entreprises pour au moins une année de la période d'étude :

• 11 % des entreprises subissent une procédure de type redressement judiciaire (RJ) ou liquidation judiciaire (LJ), ou font l'objet d'une dissolution ou d'une radiation ;

• 2 % subissent un autre type d'événement marquant tel qu'une restructuration (fusion-acquisition), un plan de continuation, ou perdent la moitié de leur capital ;

• les 13 % restants correspondent aux entreprises n'ayant pas remis leur bilan, par exemple lorsque le chiffre d'affaires est devenu inférieur au seuil de collecte des bilans que s'est fixé la Banque de France.

Attrition entre 2006 et 2010

(pour chaque rubrique, première ligne en nombre et deuxième ligne en %)

Motif d'attrition	Année					
	2006	2007	2008	2009	2010	Total
Redressement ou liquidation judiciaire, dissolution ou radiation	76 *85,4*	126 *85,7*	141 *88,1*	172 *83,1*	154 *81,9*	669
Autre événement marquant	13 *14,6*	21 *14,3*	19 *11,9*	35 *16,9*	34 *18,1*	122
Total	**89** ***100***	**147** ***100***	**160** ***100***	**207** ***100***	**188** ***100***	**791**

Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME
Note : Les 1 511 - 791 = 720 entreprises ne figurant pas dans le tableau correspondent aux 13 % des entreprises pour lesquelles on ne dispose pas du motif d'attrition.
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

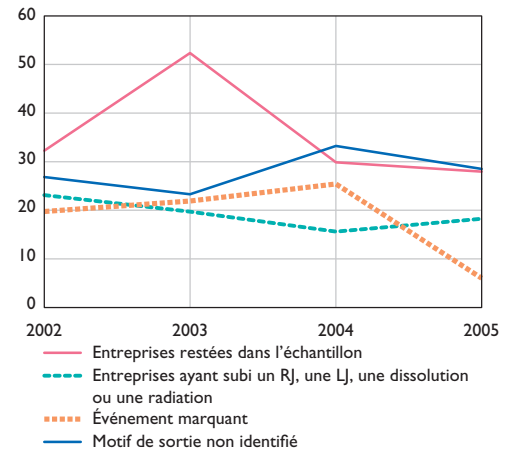
L'attrition présente un pic en 2009, année durant laquelle l'impact de la crise a été le plus marqué. Par ailleurs, les motifs d'attrition des 20 821 entreprises classiques écartées à la suite du cylindrage sont proches de ceux des PME FC :

• 12 % d'entre elles subissent une défaillance, une dissolution ou une radiation ;
• 2 % subissent un autre type d'événement marquant ;
• 15 % disparaissent de l'échantillon pour d'autres motifs.

L'évolution de la rentabilité des entreprises contribue à expliquer l'attrition : celles ayant subi une défaillance ou ayant stoppé leur activité (RJ, LJ, dissolution, radiation), et celles ayant connu un autre événement marquant (restructuration, plan de continuation…) ont enregistré des taux de marge moyens inférieurs à ceux des entreprises sorties de l'échantillon pour un autre motif : n'ayant pas réussi à dégager une rentabilité suffisante, elles ont subi des difficultés lorsque les conditions économiques se sont dégradées (cf. graphique ci-contre).

Taux de marge moyen des entreprises restées dans l'échantillon et de celles sorties après 2005

(en %)



Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

Annexe 1

Méthodologie de sélection des entreprises en forte croissance

La définition d'une entreprise en forte croissance change d'une étude à l'autre et d'un pays à l'autre. Cela provient essentiellement de la diversité des données disponibles. Dans le manuel de statistiques sur la démographie d'entreprise, Eurostat et l'OCDE proposent leur définition des entreprises en forte croissance. Ce critère de sélection reconnu au niveau européen sert de point de départ à la méthodologie retenue dans cet article [1]. Il postule qu'une entreprise est en forte croissance si le taux de croissance annuel moyen sur trois ans de son chiffre d'affaires ou de ses effectifs est supérieur à 20 % :

$$\sqrt[3]{\frac{\text{chiffre d'affaires (t)}}{\text{chiffre d'affaires (t} - 3)}} - 1 \geq 20\ \%$$

Dans cette étude, le critère du chiffre d'affaires a été préféré à celui de l'emploi. En effet, la Banque de France recense chaque année les bilans de 250 000 unités légales, ces données reflétant surtout le comportement financier des entreprises : les informations relatives à l'emploi ne conviennent pas dans la mesure où seul l'emploi fixe est comptabilisé, et n'est d'ailleurs pas nécessairement renseigné. Or, le travail temporaire peut être un outil de croissance et de développement pour les petites entreprises. Celui-ci n'étant pas comptabilisé, on ne peut identifier parfaitement la croissance des entreprises sur la base de ce critère.

Le seuil de 20 % choisi par Eurostat s'applique à tous les pays européens et aux membres de l'OCDE. Cette étude traitant uniquement des entreprises françaises, il nous a semblé nécessaire d'affiner le seuil de sélection. De nombreux travaux montrent l'importance du secteur dans la croissance des entreprises : l'identification des entreprises en forte croissance doit prendre en compte la capacité de ces dernières à se singulariser, et ne doit pas refléter uniquement le dynamisme du secteur dans lequel elles opèrent. C'est pourquoi il est important de choisir un seuil qui dépende de la croissance du secteur.

Dans l'étude du cabinet KPMG « *Les PME qui grandissent* », les PME FC sont définies comme des entreprises qui « ont connu une croissance quatre fois supérieure à la croissance moyenne dans leur secteur d'activité » [2]. Nous retenons ici cette approche et, pour remédier au fait que certaines entreprises changent de secteur au cours de la période, ce dernier est fixé à sa modalité du début de période. Fixer le secteur au début ou à la fin de la période n'entraîne pas de modifications importantes en termes de sélection des PME FC.

Les PME en forte croissance sont sélectionnées sur la période 2002-2005 selon le principe suivant :

- sélection des unités légales classées en PME indépendantes en 2002 selon les critères de la LME ;
- cylindrage de l'échantillon de 2002 à 2005 ;
- une unité légale est considérée comme étant en forte croissance si elle respecte l'inégalité suivante :

$$\sqrt[3]{\frac{\text{chiffre d'affaires (t)}}{\text{chiffre d'affaires (t} - 3)}} - 1 \geq 4 * \left(\sqrt[3]{\frac{\text{chiffre d'affaires du secteur (t)}}{\text{chiffre d'affaires du secteur (t} - 3)}} - 1 \right)$$

1 *Cf.* "Manual on Business Demography Statistics", *Eurostat-OCDE (2007), accessible à l'adresse suivante :* http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-RA-07-010/EN/KS-RA-07-010-EN.PDF

2 *Cf. « Les PME qui grandissent », KPMG (2009), accessible à l'adresse suivante :* http://www.kpmg.com/FR/fr/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/20090101-PME-qui-grandissent-qui-sont-elles-pourquoi-sont-elles-si-performantes.pdf

Comparaison de seuils de sélection
Taux de croissance du chiffre d'affaires par secteur

(en %)

	Moyenne	Dernier décile	Seuil de l'étude	Seuil Eurostat
Industrie				
Industries extractives	6	17	22	20
Industrie manufacturière	3	15	13	20
Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné	5	19	20	20
Production et distribution d'eau ; assainissement, gestion des déchets et dépollution	10	26	41	20
Construction	7	20	28	20
Commerce	4	15	14	20
Transports	5	17	22	20
Hébergement-restauration	3	10	13	20
Information-communication				
Activités informatiques et services d'information	7	26	26	20
Communication	5	24	21	20
Soutien aux entreprises				
Activités juridiques, comptables, de gestion, d'architecture, d'ingénierie, de contrôle et d'analyses techniques	7	22	28	20
Activités scientifiques	5	21	19	20
Autres services				
Activités de services administratifs et de soutien	6	21	26	20
Arts, spectacles et activités récréatives	5	17	18	20
Autres activités de services	3	13	14	20

Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

Annexe 2

Analyse « toutes choses égales par ailleurs » (régressions quantiles)

La comparaison entre les PME FC et les entreprises classiques doit être neutralisée des effets liés à la structure de chacun des sous-échantillons : la plus forte propension à l'investissement des PME FC n'est-elle pas le fait de leur plus jeune âge ? La croissance plus marquée de leur capital social n'est-elle pas également le reflet de leur âge, ou de leur taille au moment de l'analyse ? L'analyse « toutes choses égales par ailleurs » permet d'inclure de multiples facteurs explicatifs des différences constatées entre PME FC et entreprises classiques, améliorant la robustesse des résultats.

L'analyse de la variance mesure les interactions entre les facteurs explicatifs et la moyenne de la variable d'analyse. Lorsque ces liaisons sont complexes, il est préférable de recourir à une approche par régressions quantiles : on mesure dans ce cas les liens entre les facteurs explicatifs et les différents quantiles de la variable étudiée. L'analyse est plus riche car elle est différenciée suivant que l'on considère les valeurs élevées, faibles ou intermédiaires de la variable d'étude [1]. En outre, elle est robuste aux valeurs extrêmes qui, sans cela, biaisent potentiellement les résultats : de par leur forte croissance, les PME FC sont justement susceptibles d'afficher des valeurs particulièrement élevées de certains ratios comptables.

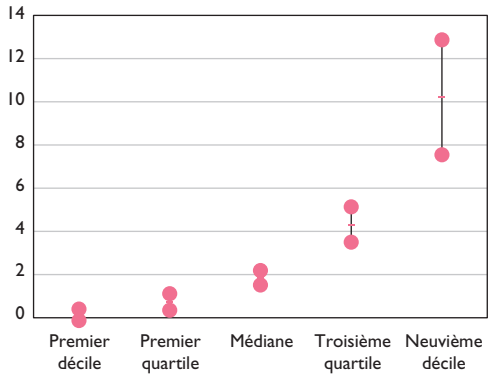
Cette technique de redressement est appliquée ici à l'étude du taux d'investissement de l'ensemble des PME à la fin de l'année 2005 et du taux de croissance du capital social des PME restées indépendantes pour lesquelles on a recensé un accroissement du capital entre 2002 et 2010. L'écart entre les quantiles de la distribution du taux d'investissement et du taux de croissance du capital social des PME FC et des entreprises classiques est calculé à secteur d'activité, taille et âge constants.

Cette analyse ne retenant que certaines caractéristiques descriptives de la firme, elle ne vise qu'à améliorer la comparabilité entre les deux échantillons. Il ne s'agit pas de modéliser les décisions d'investissement ou d'ouverture du capital des entreprises.

Écart entre les quantiles des PME FC et des entreprises classiques
(Analyse « toutes choses égales par ailleurs »)

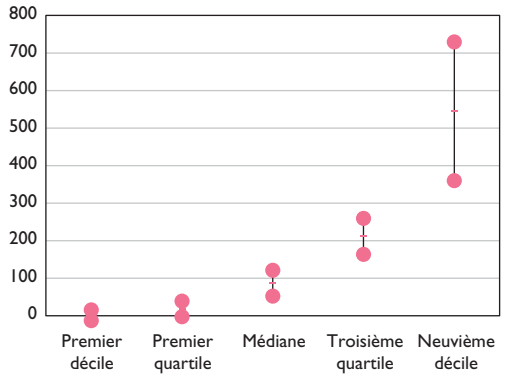
(en %)

Taux d'investissement en 2005
PME FC versus entreprises classiques



Champ : PME indépendantes en 2002 au sens de la LME
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

Taux de croissance du capital social entre 2002 et 2010
PME FC versus entreprises classiques



Champ : PME restées indépendantes en 2010 au sens de la LME et ayant ouvert leur capital entre 2002 et 2010
Source : Banque de France, direction des Entreprises, base FIBEN

1 *Cf. Koenker (R.) et Hallock (K.) (2001),* "Quantile regression", the Journal of Economic Perspectives, *n° 15, p. 143-156*

Pour un niveau donné de la variable d'étude, les graphiques ci-dessus mesurent l'écart entre le quantile de cette variable pour les PME FC, et celui des entreprises classiques, à valeur fixée de l'âge, du secteur d'activité et de la taille. À chacun de ces écarts est associé un intervalle de confiance, qui permet de savoir si la différence constatée entre les deux populations est statistiquement significative. Ainsi, « toutes choses égales par ailleurs », la médiane du taux d'investissement des PME FC est de deux points supérieure à celle des entreprises classiques. Cet écart s'accroit d'autant plus que les entreprises investissent : le taux d'investissement des 10 % des PME FC qui investissent le plus est de 10 points supérieur à celui des 10 % des entreprises classiques qui investissent le plus et ce quel que soit leur âge, leur taille ou leur secteur. « Toutes choses égales par ailleurs », l'accroissement du capital social des PME FC restées indépendantes en 2010, lorsqu'il a lieu, est également plus important que pour les entreprises classiques : sur la période 2002-2010, l'écart entre la médiane du taux de croissance du capital des PME FC et des entreprises classiques est de 100 %.

Après un retour à la normale en 2010, la durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière poursuit sa progression en 2011

Résultats de l'enquête menée en 2011 par la Banque de France

Béatrice ROUVREAU et Emmanuelle SABATIÉ
Direction de la Conjoncture et des Prévisions macroéconomiques
Service du Diagnostic conjoncturel

La durée d'utilisation des équipements productifs (DUE) dans l'industrie manufacturière mesurée par l'enquête de la Banque de France progresse en 2011, à un rythme toutefois atténué par rapport à 2010. Ce redressement s'est accompagné d'une extension de la durée du travail et notamment du travail posté, en particulier dans le secteur du matériel de transport et, dans une moindre mesure, dans le secteur de l'équipement.

La hausse de la DUE constatée en 2011 correspond à la poursuite d'un mouvement de reprise amorcé en 2010 après la forte chute enregistrée en 2009, ce mouvement tendant toutefois à s'atténuer. Les perturbations financières et économiques, perceptibles à partir de l'été 2011, ont par ailleurs généré un manque de visibilité pour les chefs d'entreprises interrogés au cours de la première semaine de septembre qui a pu renforcer la tendance au ralentissement de la DUE. Cependant, les chefs d'entreprise envisageaient de privilégier de nouveau en 2012 un allongement de la DUE, moins coûteux que l'investissement, même si le rythme de la hausse de la DUE devait encore s'atténuer : l'allongement anticipé de la DUE serait ainsi de 3,0 % en 2012, après une hausse observée de 3,4 % en 2011 et de 7,2 % en 2010.

Les entreprises déclarant en 2011 ne pas pouvoir adapter la DUE face à une intensification de la demande sont plus nombreuses qu'en 2010 ; le premier des obstacles invoqués étant le manque de main-d'œuvre qualifiée.

Enfin, l'accroissement des tensions sur les capacités productives en 2011 ne leur permet pas encore de retrouver leur niveau d'utilisation d'avant-crise.

Mots clés : capacité, demande de travail, industrie, production, productivité du capital, salaires

Codes JEL : D21, D24, J21, J23

NB : Les auteurs remercient V. Brunhes-Lesage, F. Ollivier et les unités du réseau pour leur collaboration au traitement de l'enquête.

ENCADRÉ 1

Méthodologie de l'enquête de la Banque de France sur la durée d'utilisation des équipements

Réalisée depuis 1989 par l'intermédiaire du réseau des succursales de la Banque de France, l'enquête sur la durée d'utilisation des équipements (DUE) a pour objectif d'appréhender le degré d'utilisation de l'appareil productif industriel en France. Elle s'avère particulièrement utile pour apprécier l'évolution de la conjoncture dans l'industrie manufacturière. La DUE est également un élément d'analyse des évolutions de la productivité des entreprises car elle influe sur le coût d'amortissement des équipements productifs. Elle dépend en effet à la fois du mode d'organisation du travail et de la durée moyenne du travail.

Pour 2011, 1 298 établissements industriels, représentant 9,7 % des effectifs salariés des entreprises industrielles manufacturières de 20 salariés ou plus, ont répondu à l'enquête (cf. annexe).

Les informations suivantes sont notamment fournies par les entreprises qui répondent à l'enquête :

- *les effectifs de l'établissement et la durée du travail ;*
- *les variations passée et prévue de la durée d'utilisation des équipements productifs de l'établissement ;*
- *le recours au travail posté et ses diverses formes ;*
- *les éventuels obstacles à l'allongement de la durée d'utilisation des équipements ;*
- *le taux d'utilisation des équipements productifs (sans embauches supplémentaires).*

Le travail posté recouvre trois modalités d'organisation du travail :

- *le travail posté discontinu : un arrêt chaque jour (exemple : deux fois huit heures par jour) ;*
- *le travail posté semi-continu : un arrêt par semaine (exemple : trois fois huit heures par jour sauf samedi et dimanche) ;*
- *le travail posté continu : aucun arrêt de la production pendant la semaine (exemple : trois fois huit heures par jour y compris samedi et dimanche) ; éventuellement un arrêt annuel.*

La semaine de référence pour les entreprises interrogées est celle du 5 au 11 septembre pour l'année 2011 (contre celle du 6 au 12 septembre pour l'année 2010).

Le champ de l'échantillon est constitué par les établissements des secteurs des industries agricoles et alimentaires (catégorie NES A17 « C1 », qui représentent 13,4 % de la production manufacturière en 2010), de la fabrication d'équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines (« C3 », 16,9 %), de la fabrication de matériels de transport (« C4 », 14,2 %) et des autres industries (« C5 », 53,5 %). Comme l'an dernier (premier exercice sous NAF Rév. 2), le secteur « C2 » (cokéfaction et raffinage) est exclu de l'enquête en raison à la fois de son faible poids dans la production manufacturière (2,1 %) et de sa sous-représentation dans notre échantillon. Les résultats de l'enquête sont pondérés à partir des statistiques exhaustives d'effectifs de l'Insee de 2009.

La taille des entreprises est définie en fonction des effectifs employés, y compris les intérimaires. Une « petite ou moyenne industrie » (PMI) compte entre 20 à 499 salariés ; celles dont les effectifs sont supérieurs à 500 salariés sont qualifiées de « grandes entreprises » (GE).

Les moyennes présentées sont obtenues par pondération des effectifs des entreprises.

I | La progression de la durée d'utilisation des équipements ralentit en 2011

L'allongement de la DUE dans l'industrie manufacturière est moindre en 2011 qu'en 2010, dans un climat conjoncturel d'incertitude due au ralentissement de l'activité au second semestre. La DUE est en effet un des leviers d'action à la disposition des entreprises pour s'adapter à l'évolution de la demande.

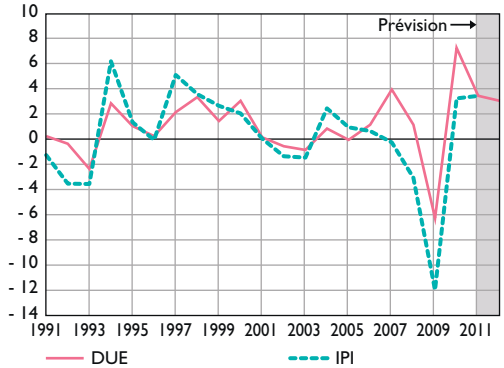
I | I Les entreprises sont moins nombreuses à avoir accru leur DUE en 2011 qu'en 2010

L'évolution de la DUE, mesurée par la Banque de France en septembre de chaque année (cf. encadré 1), est fonction de l'activité industrielle (cf. graphique 1). En 2011, la production manufacturière a poursuivi le rétablissement entamé en 2010 (cf. tableau 1). Cette amélioration de l'activité productive s'est accompagnée d'une nouvelle hausse de la DUE en 2011, cependant plus modérée qu'en 2010 : + 3,4 % en 2011, après + 7,2 % en 2010 et – 6,3 % en 2009. En 2011, les entreprises ont été légèrement moins nombreuses à déclarer un allongement de leur DUE qu'en 2010. Cette proportion reste toutefois élevée (cf. graphique 2).

L'allongement de la DUE a été le plus élevé dans le secteur des industries agricoles et alimentaires ; en outre, ce secteur enregistre une accélération de la

Graphique 1 Évolution de la DUE et de l'indice de la production industrielle (IPI) dans l'industrie manufacturière

(glissement annuel à fin septembre en %)



Sources : Insee, Indice de la production industrielle ; Banque de France – DCPM – DIACONJ, Enquête sur la DUE

Graphique 2 Évolution de la DUE dans l'industrie manufacturière

Répartition des réponses entre hausse, stabilité et baisse

(en %)

Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ, Enquête sur la DUE

Tableau 1 Évolution de la production industrielle manufacturière et de la DUE par taille et par secteur

(production industrielle : glissement annuel à fin septembre en %)

	Production industrielle manufacturière			Durée d'utilisation des équipements			
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	Prévision 2012
Industrie manufacturière	**- 12,0**	**+ 3,2**	**+ 3,4**	**- 6,3**	**+ 7,2**	**+ 3,4**	**+ 3,0**
PMI (20 à 499 salariés)				- 5,2	+ 6,6	+ 3,9	+ 2,9
GE (500 salariés et plus)				- 7,6	+ 7,8	+ 2,8	+ 3,1
Industries agricoles et alimentaires (C1)	- 2,4	+ 1,0	+ 4,4	+ 2,3	+ 4,8	+ 5,4	+ 4,5
Équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines (C3)	- 22,5	+ 6,7	+ 5,1	- 6,9	+ 5,8	+ 2,1	+ 3,0
Matériels de transport (C4)	- 4,9	+ 2,4	+ 1,6	-11,3	+ 5,6	+ 3,5	+ 2,0
Autres industries (C5)	- 12,1	+ 2,8	+ 3,5	- 6,9	+ 8,8	+ 3,2	+ 3,0

Champ : Entreprises industrielles manufacturières de 20 salariés et plus
Sources : Insee, Indice de la production industrielle ; Banque de France – direction de la Conjoncture et des Prévisions macroéconomiques (DCPM) – Service du diagnostic conjoncturel (DIACONJ), Enquête sur la DUE

hausse de la DUE depuis 2008. Vient ensuite le secteur du matériel de transport. La hausse de la DUE dans le secteur dit des « autres industries » et dans celui des équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines a ralenti nettement en 2011. Par taille d'entreprise, les grandes entreprises industrielles – ayant au moins 500 salariés – ont enregistré une hausse de la DUE en 2011 plus faible que pour les PMI (cf. tableau 1).

1|2 Le travail posté augmente sensiblement en 2011 par le biais du travail posté continu

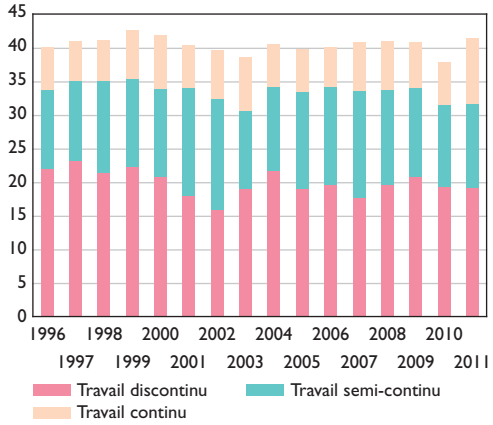
Le recours au travail posté progresse de 4,0 points pour concerner 46,0 % des effectifs totaux en 2011 atteignant un niveau supérieur de 1,0 point à sa moyenne de longue période. (cf. tableau 2 et graphique 3). Cette hausse profite essentiellement au travail posté continu, à 10,8 % des effectifs totaux en 2011 après 7,0 % un an auparavant. Le travail semi-continu ne gagne que 0,4 point, à 14,0 % des effectifs totaux en 2011. Le travail discontinu, quant à lui, régresse de 0,3 point, à 21,2 %.

En 2011 par rapport à 2010, les grandes entreprises développent davantage leur recours au travail posté que les PMI (respectivement + 7,2 points contre + 0,7 point). Les grandes entreprises enregistrent un net accroissement du travail continu et, dans une moindre mesure, du travail semi-continu (respectivement + 6,6 points et + 1,0 point) ; en revanche, elles réduisent le recours au travail discontinu (– 0,5 point). Les PMI tendent également à développer le travail continu (+ 1,0 point), tandis qu'elles ont réduit leur recours aux deux autres modalités (– 0,3 point pour le travail semi-continu et – 0,1 point pour le travail discontinu).

La hausse significative du travail posté en 2011 pourrait refléter un effet de rattrapage en sortie de

Graphique 3 Évolution sur les quinze dernières années du travail posté dans l'industrie manufacturière

(en % des effectifs totaux)



Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ

Tableau 2 Le travail posté en 2010 et 2011 par taille d'entreprise et par secteur

(en % des effectifs totaux)

	Travail posté								
	Total			discontinu		semi-continu		continu	
	MLT (a) 1995-2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Industrie manufacturière (20 salariés et plus)	**45,0**	**42,0**	**46,0**	**21,5**	**21,2**	**13,6**	**14,0**	**7,0**	**10,8**
PMI (20 à 499 salariés)	41,6	41,9	42,6	20,5	20,4	15,6	15,3	5,8	6,8
GE (500 salariés et plus)	47,9	42,2	49,4	22,5	22,0	11,8	12,8	8,0	14,6
Industries agricoles et alimentaires	49,1	50,4	48,7	20,8	22,4	22,6	17,4	7,0	8,9
Équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines	34,6	33,9	36,4	20,2	12,7	8,2	6,7	5,5	17,0
Matériels de transport	57,5	35,3	53,3	27,9	35,5	4,8	11,7	2,6	6,1
Autres industries	44,3	44,7	46,1	20,0	18,8	15,9	16,5	8,9	10,8

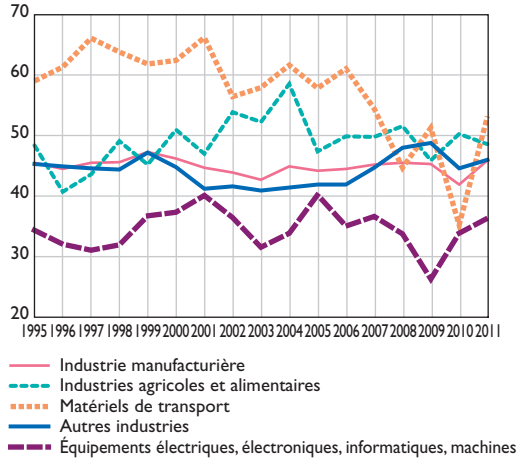
(a) Moyenne de long terme
Champ : Industrie manufacturière, entreprises de 20 salariés et plus
Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ, Enquête sur la DUE

crise de certaines entreprises, en particulier celles du secteur automobile et de l'équipement, plus durement touchées par la crise, avec une préférence pour le travail continu, qui se développe largement.

Par secteur (cf. tableau 2), le recours au travail posté s'intensifie fortement en 2011 par rapport à 2010 pour la production de matériel de transport (+ 18,0 points). Les équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines et le secteur dit des « autres industries » enregistrent une hausse modérée. En revanche, les industries agricoles et alimentaires ont réduit le recours au travail posté. Le travail discontinu reste la modalité principale du travail posté dans l'ensemble des secteurs, à l'exception de celui des équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines ; ce secteur délaisse le recours au travail discontinu, et dans une moindre mesure, le recours au travail semi-continu, pour renforcer le travail continu.

Graphique 4 Évolution du travail posté dans l'industrie manufacturière par secteur

(en % des effectifs totaux)



Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ, Enquête sur la DUE

Sur le long terme, dans les grandes entreprises (cf. tableau 3), le recours au travail posté en 2011 se développe pour s'établir à un niveau supérieur de 1,5 point à sa moyenne sur 1995-2011, après une baisse marquée en 2010. Les PMI augmentent modérément le recours au travail posté en 2011 ; il se maintient à un niveau supérieur à sa moyenne de long terme.

Sur la période 1995-2011, le secteur qui recourt le plus au travail posté est celui de la fabrication de matériel de transport (57,5 % en moyenne, cf. tableau 2), suivi des industries agricoles et alimentaires (49,1 %), puis des autres industries (44,3 %) et des équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines (34,6 %).

Sur la période récente, le secteur de la fabrication de matériel de transport est celui pour lequel le recours au travail posté est le plus volatil d'une année sur l'autre ; son évolution de 2011 le rapprochant de sa moyenne de long terme (cf. tableau 2 et graphique 4). De même, la part respective des différentes formes de travail posté y est également volatile (cf. graphique 5). En 2011, toutes les formes de travail posté y ont augmenté. À l'inverse, le secteur des autres industries est celui où le recours au travail posté est le plus stable globalement, avec une perte de vitesse du travail discontinu par rapport aux autres modalités de travail posté. Le secteur des industries agricoles et alimentaires est par ailleurs le seul à avoir diminué son recours au travail posté en 2011, du fait de la baisse du travail semi-continu.

Tableau 3 La structure du travail posté sur les quinze dernières années

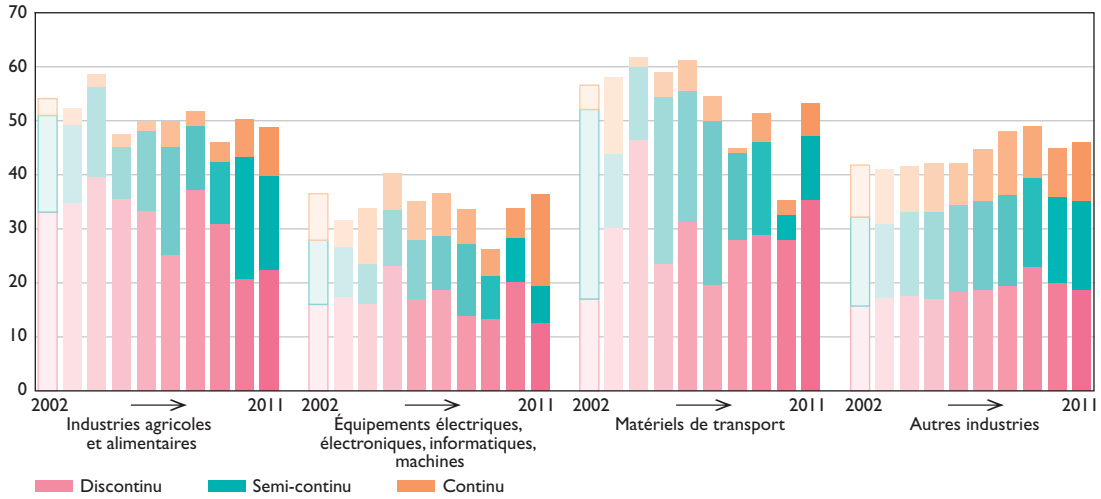
(en % des effectifs totaux)

Part du travail posté	MLT (a) 1995-2010	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PMI	41,6	39,8	39,9	41,0	42,7	40,4	40,4	41,3	41,0	42,0	42,8	42,5	41,9	42,8	42,9	41,9	42,6
GE	47,9	48,3	50,3	49,6	51,3	51,6	48,7	46,4	44,2	47,5	45,7	46,4	48,2	47,9	47,5	42,2	49,4
Industrie manufacturière	**45,0**	**44,6**	**45,6**	**45,7**	**47,4**	**46,3**	**44,8**	**44,0**	**42,8**	**45,0**	**44,3**	**44,6**	**45,3**	**45,6**	**45,4**	**42,0**	**46,0**
Travail discontinu	22,3	24,4	25,8	23,7	24,7	23,2	20,0	17,7	21,1	24,1	21,1	21,8	19,6	21,8	23,1	21,5	21,2
Travail semi-continu	15,0	13,1	13,2	15,3	14,6	14,4	17,8	18,3	12,9	13,9	16,1	16,2	17,6	15,7	14,7	13,6	14,0
Travail continu	7,7	7,1	6,6	6,7	8,1	8,8	7,1	8,1	8,8	7,1	7,1	6,6	8,1	8,1	7,6	7,0	10,8

(a) Moyenne de long terme
Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ

Graphique 5 Structure du travail posté par secteur

(en % des effectifs totaux)



Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ

1|3 La durée hebdomadaire du travail poursuit sa progression

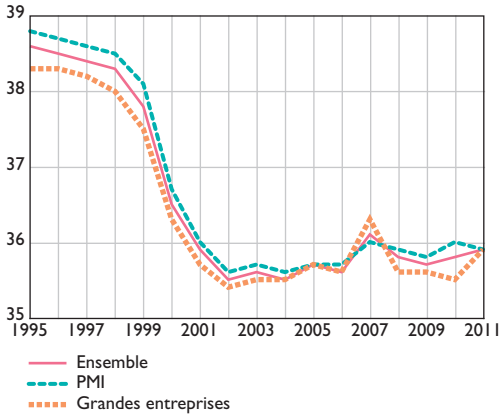
La durée hebdomadaire moyenne du travail augmente de 0,1 heure en 2011 par rapport à 2010 dans l'ensemble de l'industrie manufacturière (à 35,9 heures en 2011 après 35,8 heures en 2010 et 35,7 heures en 2009) [1]. En 2011, l'extension de la durée du travail concerne les grandes entreprises ; elles enregistrent une hausse de 0,4 heure de la durée du travail par rapport à l'année précédente (à 35,9 heures). À l'inverse, dans les PMI, la durée hebdomadaire du travail diminue de 0,1 heure sur l'année (à 35,9 heures, cf. graphique 6a). La durée hebdomadaire moyenne du travail est la même en 2011 entre les grandes entreprises et les PMI, contrairement à 2010.

En revanche, c'est par secteur que l'on observe des différences dans la durée hebdomadaire du travail. Ainsi, par secteur (cf. graphique 6b), la durée hebdomadaire

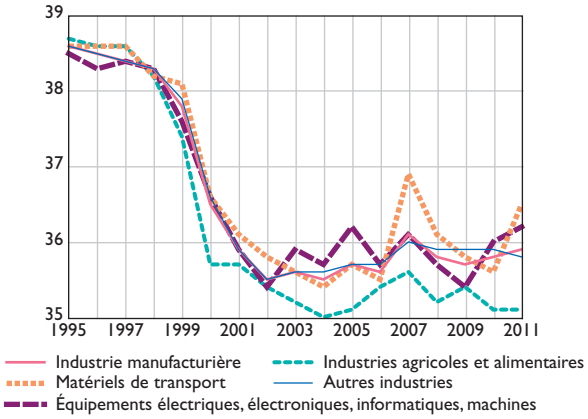
Graphiques 6 Évolution de la durée du travail dans l'industrie manufacturière

(durée hebdomadaire en heures)

a) Par taille d'entreprise



b) Par secteur



Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ, Enquête sur la DUE

1 *D'après l'*Enquête sur l'activité et les conditions d'emploi de la main-d'œuvre *(Acemo) réalisée par la Dares, la durée hebdomadaire collective moyenne du travail dans l'industrie totale est stable entre septembre 2010 et septembre 2011, à 35,6 heures à fin septembre 2011 comme l'année précédente.*

du travail progresse fortement dans celui du matériel de transport avec une hausse de 0,9 heure en 2011 par rapport à l'année précédente (à 36,5 heures). Dans les équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines, elle augmente de 0,2 heure (à 36,2 heures). Elle est stable dans les industries agricoles et alimentaires (à 35,1 heures). Elle recule de 0,1 heure dans le secteur dit des « autres industries » (à 35,8 heures).

2| Les obstacles à l'allongement de la DUE

2|1 Les entreprises sont légèrement plus nombreuses à ne pas pouvoir adapter la DUE à une intensification de la demande

En 2011, dans l'industrie manufacturière, 43 % des entreprises interrogées estiment se heurter à des obstacles ou à des freins si elles souhaitaient allonger la DUE pour répondre à un accroissement de la demande, contre 42 % en 2010 (cf. tableau 4). Ces obstacles auraient empêché 63 % de ces entreprises de porter la DUE au niveau désiré, contre 60 % en 2010.

Ces rigidités concernent davantage les grandes entreprises que les PMI. Cependant, les PMI éprouveraient plus de difficultés à les surmonter ; les obstacles sont jugés limitatifs pour 63 % des PMI, contre 55 % pour les grandes entreprises.

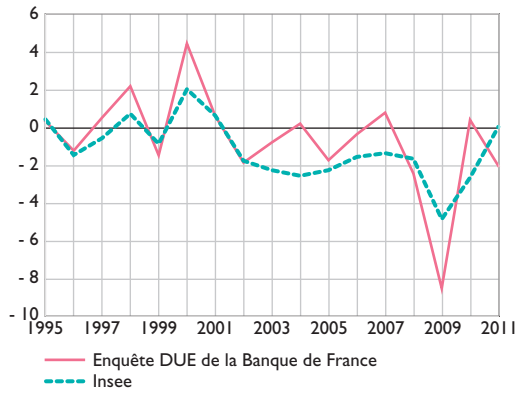
ENCADRÉ 2

*L'emploi industriel manufacturier se replie en 2011 d'après l'*Enquête sur la DUE

*En 2011, selon l'*Enquête sur la DUE, *l'emploi dans l'industrie manufacturière enregistre une baisse de 2,1 % par rapport à la même période de 2010. À titre de comparaison, selon les données de l'Insee, l'emploi salarié est stable dans l'industrie totale en 2011.*

Évolution des effectifs salariés de l'industrie manufacturière

(glissement annuel à fin septembre en %)



Sources : Banque de France – DCPM – DIACONJ, Enquête sur la DUE ; *Insee,* Emploi salarié dans l'industrie totale, *8 décembre 2011*

Tableau 4 Rigidités à l'allongement de la DUE par taille d'entreprise et par secteur

(en %)

	2000		2010		2011	
Part des entreprises	... concernées par freins ou obstacles	... dont les considérant limitatifs	... concernées par freins ou obstacles	... dont les considérant limitatifs	... concernées par freins ou obstacles	... dont les considérant limitatifs
Industrie manufacturière	**58**	**66**	**42**	**60**	**43**	**63**
PMI (20 à 499 salariés)	58	67	42	61	43	63
GE (500 salariés et plus)	75	55	43	47	54	55
Industries agricoles et alimentaires	52	49	36	59	47	60
Équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines	57	68	38	54	40	56
Matériels de transport	39	35	28	40	34	72
Autres industries	60	69	44	62	44	64

Champ : Industrie manufacturière, entreprises de 20 salariés et plus
Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ, Enquête sur la DUE

Depuis 2000 [2] pour les grandes entreprises comme pour les PMI, la part des entreprises subissant des obstacles s'est réduite sensiblement (respectivement – 21 points et – 15 points). Ces obstacles sont considérés moins limitatifs pour les PMI en 2011 par rapport à 2000 (63 % en 2011, contre 67 % en 2000). La part des grandes entreprises considérant ces obstacles bloquants est stable entre 2000 et 2011 (à 55%).

Sur un an, la part des entreprises confrontées à des rigidités a progressé dans tous les secteurs, à l'exception du secteur dit des « autres industries » où elle est stable. Le secteur le plus affecté est celui des industries agricoles et alimentaires (+ 11 points). Viennent ensuite le matériel de transport (+ 6 points) et les équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines (+ 2 points).

Dans le secteur du matériel de transport, les entreprises concernées sont nettement plus nombreuses qu'en 2010 à juger ces contraintes limitatives pour un allongement de leur DUE (+ 32 points). Dans les autres secteurs, la part des entreprises considérant ces obstacles comme limitatifs a peu évolué en 2011 par rapport à 2010.

Sur la période 2000-2011, les contraintes subies par les entreprises souhaitant allonger leur DUE se sont réduites dans tous les secteurs. Cependant, dans la production de matériel de transport, deux fois plus d'entreprises considèrent ces difficultés comme étant limitatives, sous l'effet notamment de la hausse de ce solde entre 2010 et 2011.

Tableau 5 Obstacles ou freins à l'allongement de la DUE
Part des entreprises sélectionnant chaque obstacle ou frein parmi les entreprises déclarant en subir

(en %)

	2000	2011
Absence de personnel qualifié	65	64
Réticences du personnel	52	48
Goulots d'étranglement sur les matières premières ou les approvisionnements	24	35
Obstacle législatif ou réglementaire	34	34
Obstacles techniques	47	31
Position syndicale	22	18
Accords d'entreprise	18	12
Autres	19	12
Accords ou conventions de branche ou d'activité	12	10
Nombre moyen de réponses sélectionnées	3,0	2,7

Champ : Industrie manufacturière, entreprises de 20 salariés et plus
Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ, Enquête sur la DUE

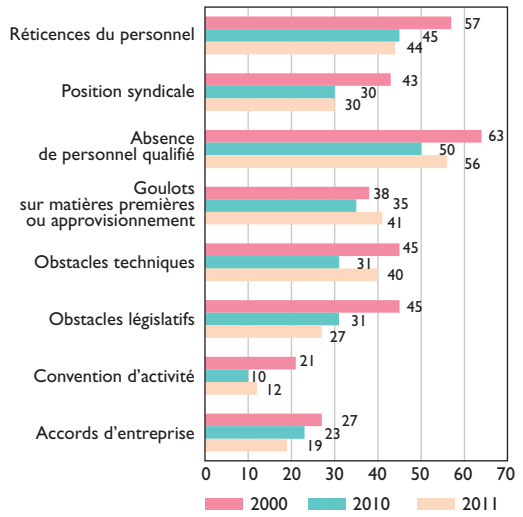
2 | 2 Le manque de main-d'œuvre qualifiée demeure la première source de rigidité

En 2011, parmi une liste de huit obstacles proposés comme facteurs explicatifs à la difficulté à augmenter la DUE en cas d'accroissement de la demande, le nombre moyen de réponses sélectionnées a diminué depuis 2000, passant de 3,0 à 2,7. Les chefs d'entreprises concernés en citent le plus souvent de une à trois. Ils invoquent en premier lieu l'absence de personnel qualifié et les réticences du personnel. Le manque de main-d'œuvre qualifiée est notamment cité par 68 % des entreprises concernées du secteur dit des « autres industries » (après 54 % en 2010). La difficulté à recruter pourrait en partie expliquer l'allongement de la durée hebdomadaire moyenne du travail mis en évidence par l'enquête, notamment dans le secteur du matériel de transport.

Viennent ensuite par ordre décroissant de fréquence de réponse les goulots d'étranglement sur les

Graphique 7 Part des obstacles rencontrés par les entreprises

(en %)



Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ, Enquête sur la DUE

2 *Question posée pour la première fois en 2000*

matières premières ou les approvisionnements, les obstacles techniques et les obstacles législatifs ou réglementaires. La position syndicale, les accords ou conventions de branche ou d'activité et les accords d'entreprise sont les obstacles les moins cités.

En 2000, le manque de main-d'œuvre qualifiée et les réticences du personnel étaient déjà les deux principales sources de rigidité. Par rapport à cette date, la fréquence dans les réponses de chaque obstacle s'est réduite, à l'exception de celui des goulots d'étranglement sur matières premières ou approvisionnements (35 % en 2011, contre 24 % en 2000). Ce dernier point conforte l'hypothèse d'un rattrapage de l'activité post-crise, en particulier pour les entreprises situées le plus en amont de la chaîne de production : traditionnellement, ces entreprises sont les plus affectées en période de variation de l'activité car elles sont souvent confrontées à une variation brutale des commandes qui leur sont adressées par les entreprises en aval, phénomène que subissent moins les entreprises positionnées directement au contact du consommateur final.

2|3 L'utilisation des capacités productives s'est accrue en 2011

Le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) mesuré par l'enquête DUE a progressé de 1,0 point en 2011 par rapport à celui de l'enquête de 2010, après + 4,8 points un an auparavant ; il se situe ainsi à 76,8 % en 2011, après 75,8 % un an auparavant. Cependant, le TUC [3] demeure à un niveau relativement bas en septembre 2011 (76,8 % selon l'enquête DUE) et n'a pas retrouvé son niveau de 2007 (79,3 %). Ce mouvement est en phase avec les évolutions des taux d'utilisation des capacités de production observés par les enquêtes de la Banque de France (cf. tableau 6) et de l'Insee.

Tableau 6 Taux d'utilisation des capacités de production

(moyenne annuelle en %)

	MLT (a) 1987-2011	2007	2008	2009	2010	2011
Industrie manufacturière	**82,1**	**84,0**	**80,3**	**71,5**	**76,2**	**79,7**
Industries agricoles et alimentaires	80,3	81,4	79,0	77,3	78,3	80,5
Équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines	82,1	85,7	83,0	70,9	76,9	80,3
Matériels de transport	81,1	84,2	77,9	67,2	71,9	78,1
Autres industries	82,5	83,9	80,5	71,5	76,6	79,5

(a) Moyenne de long terme
Source : Banque de France - Enquête mensuelle de Conjoncture (*EMC*)

3| En septembre 2011, les chefs d'entreprise prévoient une poursuite de l'allongement de la DUE en 2012

Le rythme de croissance de la DUE dans l'industrie manufacturière ralentirait, avec une hausse prévue de 3,0 % en 2012 (cf. tableau 1). L'allongement de la DUE en 2012 concernerait tous les secteurs et se situerait entre + 2,0 % (matériel de transport) et + 4,5 % (industries agricoles et alimentaires). Par taille, les PMI comme les grandes entreprises envisagent un accroissement de leur DUE en 2012 (respectivement + 2,9 % et + 3,1 %).

S'agissant de la répartition des prévisions de variation de la DUE pour 2012, le nombre de réponses signalant une stabilité progressent de 11 points, à 56%. Dans le même temps, les prévisions de hausse reculent de 5 points, à 36 %.

Tableau 7 Prévisions de la DUE pour l'année à venir
Répartition des réponses entre hausse, stabilité et baisse

(en %, septembre n *à septembre* n + 1*)*

	2009	2010	2011
Hausse	31	41	36
Stabilité	44	45	56
Baisse	25	14	8

Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ

3 *La question relative au TUC dans l'*Enquête sur la DUE *est devenue plus « directe » depuis 2007 : « Dans la première semaine complète du mois de septembre, quel pourcentage de vos capacités de production disponibles a été utilisé ? ». Posée de cette manière et non plus en termes de marge, afin d'être interprétable plus directement par les entreprises, la question devient homogène à celle de l'*Enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France *(EMC). Un changement similaire, intervenu dans l'*Enquête trimestrielle dans l'industrie *de l'Insee en janvier 2004, a entraîné une rupture de série à la baisse de près de 3 points (cf. Insee, 2004,* Enquête trimestrielle dans l'industrie *– avril 2004 –,* Informations rapides n° 142, *4 mai).*

Annexe

Représentativité de l'échantillon par taille d'entreprise et par secteur d'activité

(en nombre, taux en %)

	Population totale		Échantillon de l'enquête sur la DUE		
	Nombre d'entreprises	Effectifs	Nombre d'entreprises	Effectifs	Taux de couverture en termes d'effectifs
Industrie manufacturière	**20 274**	**2 580 739**	**1 298**	**250 036**	**9,7**
PMI (20 à 499 salariés)	19 516	1 427 620	1 200	135 739	9,5
GE (500 salariés et plus)	758	1 153 119	98	114 297	9,9
Industries agricoles et alimentaires (C1)	2 604	361 618	162	34 345	9,5
Équipements électriques, électroniques, informatiques et autres machines (C3)	3 001	467 170	181	45 584	9,8
Matériels de transport (C4)	789	413 842	66	45 177	10,9
Autres industries (C5)	13 880	1 338 109	889	124 930	9,3

Champ : Industrie manufacturière, entreprises de 20 salariés et plus
Note : Les taux de couverture sont calculés par référence aux statistiques exhaustives d'effectifs de l'Insee de 2009.
Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ

Évolution passée de la durée d'utilisation des équipements

(variation annuelle en % et écart-type)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Durée d'utilisation des équipements	- 0,6	- 0,9	0,8	- 0,1	1,1	3,9	1,1	- 6,3	7,2	3,4
Écart-type	7,8	10,2	6,2	6,7	9,6	8,0	7,6	21,1	21,1	13,0

Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ

Les caractéristiques des montages LBO en France : de fortes spécificités pour les cibles de petite ou moyenne taille

Sendes SOUISSI
Direction des Entreprises
Service de Méthodologie d'analyse des entreprises

Dans le cadre de son activité de cotation, la Banque de France collecte de nombreuses informations sur les entreprises (documents comptables, endettement bancaire, liens financiers…). L'attribution de la cotation intègre, en effet, l'examen des modes de financement des entreprises et les conditions de détention de leur capital. Ainsi, les analystes sont amenés, dans le cas d'un montage Leverage Buy Out *(LBO), à apprécier la capacité de l'entreprise — la cible — à générer suffisamment de liquidité pour éteindre, selon l'échéancier prévu, la dette financière contractée pour son acquisition par sa maison mère, la* holding *de reprise.*

De façon générale, les montages LBO appellent l'attention, car tout en étant motivés par la recherche d'un développement plus performant, à la faveur des restructurations capitalistiques qu'ils sous-tendent, ils peuvent aussi être un facteur de risque. Le suivi assuré de façon régulière de ces montages donne à ce titre des indications intéressantes, pour aider à une meilleure analyse des entreprises concernées.

Dans ce contexte, des enquêtes sont menées chaque année depuis 2009 auprès d'entreprises sous LBO, sur la base de questionnaires renseignés et instruits par les succursales de la Banque de France.

La présente étude est fondée sur deux échantillons de montages LBO, initiés à partir de 2006 : le premier, analysé en 2010, recense 187 petites entreprises, réalisant principalement un chiffre d'affaires inférieur à 7,5 millions d'euros, tandis que le second, traité en 2011, comprend 74 entreprises moyennes, réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 30 millions d'euros.

Certes, la population de l'étude ne permet pas de viser une parfaite représentativité, mais elle fait bien ressortir certaines caractéristiques typiques de ces opérations de restructuration. Au demeurant, le nombre de LBO réalisés chaque année en France n'est pas très élevé : seulement quelques « centaines » ou « milliers » (à comparer aux 260 000 entreprises dont la Banque de France analyse les comptes), et leur taille est souvent modeste. Ils portent essentiellement sur des entreprises réalisant moins de 50 millions d'euros de chiffre d'affaires.

D'une manière générale, les petites et moyennes entreprises qui constituent l'essentiel des entités restructurées au travers de LBO s'avèrent le plus souvent plus performantes en termes financiers et plus dynamiques que la moyenne.

Mots clés : LBO, PME, groupes, activité, rentabilité, endettement, investissement, fonds propres, liquidité, *covenant*, évaluation

Codes JEL : E22, G34, L25

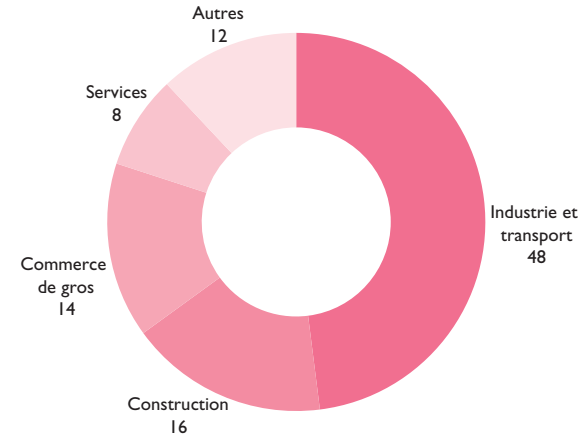
NB : L'auteur remercie J.-L.Caumes pour sa collaboration au traitement de l'enquête.

1| Caractéristiques des cibles étudiées

Le premier échantillon, analysé en 2010, portait essentiellement sur des entreprises cibles que l'on pourrait qualifier de petites entreprises — PE — voire de très petites entreprises — TPE — (56 % avaient un chiffre d'affaires inférieur à 7,5 millions d'euros), alors que le second, étudié en 2011, était davantage axé sur des moyennes entreprises — ME — (62 % avaient un chiffre d'affaires supérieur à 50 millions d'euros).

Graphique 1 Répartition des TPE/PE cibles de LBO selon leur secteur d'activité

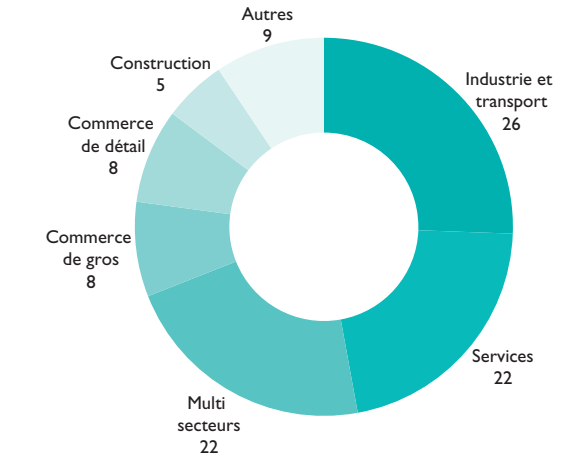
(en %)



Source : Banque de France

Graphique 2 Répartition des ME cibles de LBO selon leur secteur d'activité

(en %)



Source : Banque de France

Les trois quarts des entreprises cibles de l'échantillon 2010 opèrent dans les secteurs de l'industrie et du transport (pour 45 % des cibles du panel), de la construction (16 %) et du commerce de gros (14 %). À l'inverse, l'échantillon de 2011 est davantage orienté vers l'industrie et les services. La répartition par secteurs des ME cibles est au final beaucoup plus proche de celle de la population globale des entreprises cotées par la Banque de France.

L'effectif médian est près de quatre fois plus important dans les ME cibles que dans les TPE/PE, respectivement 117 personnes et 34 personnes.

2| Le profil des entreprises acquises influe sur leur valorisation...

Trois facteurs ont une incidence sur la valorisation de la cible et sur le niveau d'endettement du *holding* de rachat des ME et des PE : le secteur d'activité, l'actionnariat majoritaire et le type de LBO.

• Le prix d'acquisition de la cible et le coefficient d'endettement du *holding* de tête médians sont plus élevés dans le secteur des services, probablement en raison d'un potentiel de développement, à investissement constant, plus important. Cet écart est significatif aussi bien pour les cibles de taille moyenne que pour les plus modestes : il est perceptible lorsque l'on rapporte le prix d'acquisition de la cible à son chiffre d'affaires (CA), à son excédent brut d'exploitation (EBE) ou à son

Tableau 1 Appréciation du prix d'acquisition de la cible selon le secteur d'activité

	Par rapport		
	CA	EBE	RCAI
Secteur d'activité des cibles moyennes			
Industrie et transports (hors TRM) (a)	0,87	6,50	9,40
Services	0,84	8,80	10,70
Tous secteurs confondus	0,70	6,70	9,45
Secteur d'activité des TPE/PE cibles			
Industrie et transports (hors TRM)	0,50	4,48	5,20
Services	1,00	6,20	5,03
Tous secteurs confondus	0,45	4,60	5,30

(a) TRM : Transport routier de marchandises
Source : Banque de France

Tableau 2 Appréciation du niveau de dettes du *holding* selon le secteur d'activité

	Par rapport		
	CAF (a)	EBE	FP
Secteur d'activité des cibles moyennes			
Industrie et transports (hors TRM) (b)	7,00	4,78	3,20
Services	9,60	5,57	2,04
Tous secteurs confondus	6,40	4,76	2,90
Secteur d'activité des TPE/PE cibles			
Industrie et transports (hors TRM) (b)	4,00	3,00	3,00
Services	5,00	4,00	2,90
Tous secteurs confondus	4,00	3,00	3,00

(a) Capacité d'autofinancement
(b) TRM : Transport routier de marchandises
Source : Banque de France

résultat courant avant impôt (RCAI). L'écart est tout aussi visible pour le montant de l'endettement du *holding* de reprise.

• Lorsque l'actionnaire majoritaire du *holding* de tête est une personne morale, le coefficient d'endettement et le prix d'acquisition médians sont plus élevés ;

• Dans le cadre de montages LBO purement financiers [1] ou de LBO successifs, qui impliquent généralement des fonds d'investissements, le coefficient d'endettement et le prix d'acquisition médians sont plus importants, notamment pour les moyennes entreprises.

Ces deux dernières observations semblent indiquer que le prix d'acquisition est différencié selon la typologie de l'acheteur et que sa détermination résulterait de la combinaison de plusieurs facteurs : la position de force (ou de faiblesse) dans la négociation de l'acheteur face au vendeur, la durée de détention souhaitée, l'implication dans le management de la cible, etc.

Ainsi, le coefficient médian d'acquisition par rapport à l'excédent brut d'exploitation (EBE) pour les ME est de 6,7. Ce même coefficient ressort à 8,8 pour les entreprises de services, 10 lorsque l'actionnaire majoritaire du *holding* de rachat est une personne morale et 8,8 en cas de LBO tertiaire.

Tableau 3 Appréciation du prix d'acquisition de la cible selon l'actionnaire majoritaire

	Par rapport		
	CA	EBE	RCAI
Actionnaire majoritaire des cibles moyennes			
Personne physique	0,35	4,65	7,40
Personne morale	1,00	10,00	10,00
Tous actionnaires	0,70	6,70	9,45
Actionnaire majoritaire des TPE/PE cibles			
Personne physique	0,34	4,14	4,80
Personne morale	0,80	6,60	7,25
Tous actionnaires	0,45	4,63	5,30

Source : Banque de France

Tableau 4 Appréciation du niveau de dettes du *holding* selon l'actionnaire majoritaire

	Par rapport		
	CAF	EBE	FP
Actionnaire majoritaire des cibles moyennes			
Personne physique	3,18	2,55	2,40
Personne morale	12,00	9,00	4,15
Tous actionnaires	6,40	4,76	2,90
Actionnaire majoritaire des TPE/PE cibles			
Personne physique	3,79	2,90	3,00
Personne morale	5,77	4,65	2,49
Tous actionnaires	4,00	2,49	3,00

Source : Banque de France

Tableau 5 Appréciation du prix d'acquisition selon le type de montage LBO

	Par rapport		
	CA	EBE	RCAI
LBO purement financier	1,10	8,60	10,00
LBO tertiaire	1,60	8,80	13,20
Tous LBO confondus (ME)	0,70	6,70	9,45

Source : Banque de France

Tableau 6 Appréciation du niveau de dettes du *holding* selon le type de montage LBO

	Par rapport		
	CAF	EBE	FP
LBO purement financier	9,75	6,25	3,70
LBO tertiaire	8,15	8,15	3,40
Tous LBO confondus (ME)	6,40	4,76	2,90

Source : Banque de France

1 *LBO purement financier : LBO où l'investisseur n'apporte que peu de nouveaux inputs (comme des réorganisations organisationnelles, des réorientations stratégiques) mais attend de la cible une maximisation des cash-flows à court terme.*

Tableau 7 Prix d'acquisition médian de la cible

Médiane	TPE/PE cibles	ME cibles
Par rapport au CA	0,45	0,70
à l'EBE	4,63	6,70
au RCAI	5,30	9,45

Source : Banque de France

Les multiples médians sont plus importants pour les ME. Ils sont 1,5 fois plus élevés que ceux des TPE/PE, pour le prix d'acquisition comme pour le levier d'endettement.

En revanche, ces coefficients n'augmentent pas au sein des ME. Cette observation signifierait que le multiple d'acquisition n'est pas une fonction linéaire du chiffre d'affaires, mais résulte d'une différence d'approche entre les cibles TPE/PE d'une part, et les cibles ME d'autre part.

Le type d'actionnariat et la nature du LBO influent sur la valorisation de la cible et contribuent à ce que les multiples d'acquisition soient plus élevés pour les ME que pour les PE/TPE. En effet :

• d'une part, la taille de la cible d'un LBO a un impact sur la nature de l'actionnaire du *holding* de tête : plus la cible réalise un chiffre d'affaires élevé, plus les capitaux à mobiliser pour financer son acquisition sont importants et plus l'investisseur en capacité de les réunir a de chances d'être une personne morale ;

• d'autre part, la part plus élevée des LBO financiers ou successifs dans le cadre des ME souligne l'importance, dans les cessions de ces entreprises de l'objectif de monétisation de l'actif, c'est-à-dire la volonté du dirigeant de rendre liquide et/ou d'extérioriser la plus-value latente sur son bien industriel.

Tableau 8 Niveau de dettes médian du *holding*

Médiane	TPE/PE cibles	ME cibles
Par rapport au CA	4,00	6,40
à l'EBE	3,06	4,76
aux FP	3,00	2,90

Source : Banque de France

3| ...et permet de mieux qualifier la génération future de *cash-flows*

Une part conséquente des montages étudiés (43 % pour les ME) enregistrent une évolution favorable de leurs *cash-flows* post-montage. Cette progression résulte, selon les sondés, de trois facteurs : la progression du chiffre d'affaires (59 %), la rationalisation des charges (53 %), l'allégement des besoins en fonds de roulement (53 %). Le canal de remontée des *cash-flows* libres au *holding* de tête est prioritairement le versement de dividendes, avant l'intégration fiscale [2] et la facturation des charges d'intérêts (notamment sur comptes courants d'associés).

Pour les PE/TPE, la progression de l'activité est davantage mise en avant comme nouvelle source de liquidités.

Les critères liés au secteur d'activité, au type d'actionnariat et de LBO qui justifient une valorisation plus élevée de la cible caractérisent les montages pour lesquels est observée une amélioration de la génération des liquidités post-montage :

• les entreprises cibles de l'industrie et des transports ainsi que celles des services ayant un actionnariat majoritaire mixte (personne morale associée à une personne physique) génèrent davantage de *cash-flows* ;

• la part des LBO purement financiers générant davantage de *cash-flows* est nettement supérieure aux autres types de LBO. La nature du LBO aurait donc une influence sur le mode de gestion du groupe en fonction des objectifs poursuivis à court terme.

De façon schématique, en cas de LBO financiers, les associés majoritaires (fonds d'investissements en règle générale) ont, pour l'essentiel, comme objectif de revendre à un horizon relativement proche la cible acquise en générant une plus-value, d'où la volonté de maximiser rapidement les *cash-flows* afin d'optimiser la création de valeur. Dans le cas de LMBO [3] (reprise d'une cible impliquant le management) ou d'OBO [3] (montage où le chef d'entreprise se vend à lui-même une partie de ses titres afin de réaliser son patrimoine et ainsi dégager des liquidités), la croissance des *cash-flows*

2 *Le principe en est le suivant : les frais financiers liés au rachat de la cible génèrent un résultat fiscal déficitaire au niveau du* holding *de rachat qui vient s'imputer sur le résultat fiscal bénéficiaire (en principe) de la cible. Avec un taux d'impôt sur les sociétés de 33 %, l'économie d'impôt qui en résulte correspond donc approximativement à un tiers des frais financiers générés par l'opération. En pratique, la société cible verse le montant de l'impôt correspondant à son résultat fiscal au* holding *de rachat qui, à son tour, règle l'impôt dû à l'administration fiscale en conservant pour son compte la différence liée à l'économie d'impôts.*

3 *Cf. annexe*

Tableau 9 Taux d'amélioration des *cash-flows* selon l'actionnaire majoritaire au *holding*

(en %)

Actionnaire majoritaire	Taux d'amélioration des *cash-flows*
Mixte	69
Personne morale	13
Personne physique	19
Toutes cibles	43

Source : Banque de France

post-montage s'avère moins fréquente et serait imputable à une vision stratégique à plus long terme.

En revanche, on n'observe aucune relation entre la progression de *cash-flows* et la taille de la cible ou l'année de montage du LBO.

4| Un financement diversifié même si l'emprunt bancaire demeure prépondérant

Quelle que soit la taille de la cible, l'endettement bancaire est le financement principal du LBO. Il est présent dans tous les montages concernant les TPE/PE et dans 79 % de ceux relatifs aux ME.

Les *holdings* de ME ont davantage recours à l'endettement obligataire que celles des TPE/PE. Cela résulte directement de l'importance des financements nécessaires aux montages de ME qui nécessitent une plus grande diversité des sources de financement qui génère une plus grande complexité des montages. Toutefois, l'emprunt obligataire, quelle que soit sa forme, s'analyse comme une ressource complémentaire au contraire des dettes bancaires qui constituent, dans la majorité des cas, la première source de financement. Le bouclage financier du montage peut également faire intervenir des comptes courants d'associés (CCA) ou un crédit vendeur [4].

À la date du montage, la maturité moyenne de l'endettement est légèrement inférieure pour les LBO de TPE/PE, six ans et demi contre sept ans et demi pour les ME. Le recours accru des ME à l'endettement obligataire (dont les maturités sont souvent plus longues) pourrait expliquer cette situation.

5| Certaines catégories d'entreprises cibles semblent plus exposées à la rupture de *covenants*

Les prêteurs demandent davantage de garanties que de *covenants* [5] aux montages concernant des TPE/PE. Le taux de prise de garanties ou de *covenants*, au niveau du *holding* de rachat, n'est pas fonction du

Tableau 10 Financement du montage LBO selon la taille de la cible

(part en %, maturité en années)

	Moyennes entreprises		Petites et très petites entreprises	
Type de financement	Part des montages concernés	Maturité médiane	Part des montages concernés	Maturité médiane
Bancaire	79	7,5	100	6,5
Obligataire dont (solde non déterminé) (a)	73		27	
- Convertible	64	> 7	21	7,0
- Classique	20	> 7	7	6,5
- Remboursable en FP	3		1	
Crédit vendeur	19	> 3	18	nd
CCA	8	nd (b)	32	6,5

(a) 13 % des financements obligataires n'ont pas été qualifiés.
(b) « nd » correspond à « non déterminé »
Source : Banque de France

4 *Le crédit vendeur est un mode de financement à travers lequel le cédant accepte de ne pas recevoir l'intégralité du prix le jour de la cession et autorise le repreneur à payer le solde avec un décalage dans le temps défini contractuellement.*

5 Covenant *: clause d'un contrat de prêt qui en cas de non-respect des objectifs peut entraîner le remboursement anticipé du prêt.* Le covenant *bancaire dans le cadre d'une opération à effet de levier de type LBO, se traduit par l'introduction de la part du prêteur, de clauses de respect de ratios financiers afin de réduire le risque d'insolvabilité de l'emprunteur. Le ratio le plus connu est le ratio frais financiers sur résultat d'exploitation.* Le covenant *permet donc au prêteur d'exiger le remboursement anticipé des prêts dans la mesure où les prévisions financières de l'entreprise ne sont pas tenues et dans la mesure où la structure financière de l'emprunteur se dégrade (non respect de ratios).*

Tableau 11 Taux de prise de garantie ou de *covenant* selon la typologie de la dette et de la taille de la cible

(en %)

	Dette bancaire	Dette obligataire classique	Dette obligataire convertible	Dette obligataire remboursable en fonds propres
TPE/PE				
Garanties	53	0	50	13
Covenants	24	38	0	28
ME				
Garanties	32	13	0	9
Covenants	72	40	0	34

Source : Banque de France

secteur d'activité, de la taille de la cible ou de l'année de montage. Par contre, la mise en place de *covenants* concerne davantage les opérations avec un actionnariat majoritaire mixte. La crise n'a apparemment pas entraîné, jusqu'en 2010 au moins, une demande de garanties supplémentaires de la part des prêteurs.

Les montages concernant des TPE/PE semblent plus fragiles puisque plus frappés par la rupture de *covenants* même si, en pratique, cette rupture ne rend pas toujours la dette exigible. En effet, bien que seuls 25 % des financements soient subordonnés à des *covenants* pour les TPE/PE, comparé à 81 % pour les ME, 35 % d'entre eux font l'objet d'une rupture contre 30 % pour les montages concernant des ME.

Un faisceau d'éléments permet d'estimer que le profil le plus exposé aux ruptures de *covenants* rejoint celui qui justifie les plus fortes valorisations et les leviers d'endettement les plus élevés, soit :

- une entreprise cible du secteur des services ;

- une entreprise cible dont le *holding* de tête a pour actionnaire majoritaire une ou des personnes morales.

Quelle que soit la taille de la cible, la rupture de *covenants* n'implique pas l'exigibilité de la dette mais sa restructuration. La principale raison invoquée pour justifier la rupture tient à une conjoncture moins favorable que prévue. La valorisation plus élevée de la cible (cf. *infra*) pourrait également être avancée, étant donné qu'elle implique un niveau d'endettement plus important et donc une prise de risque supposée plus grande.

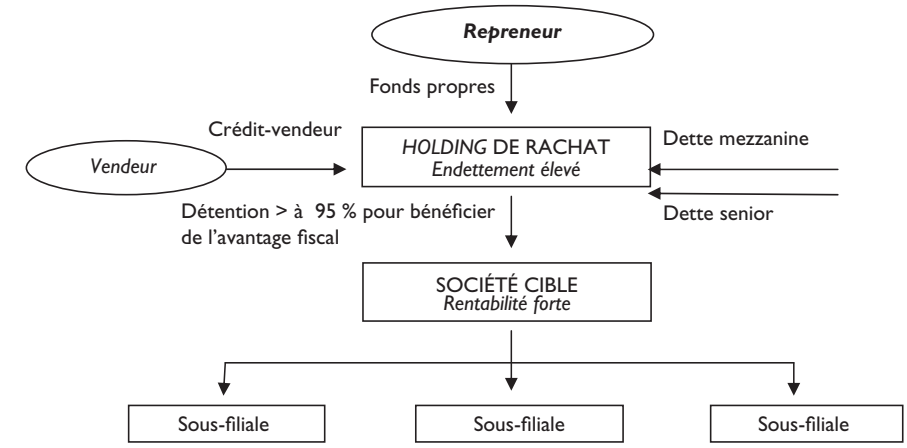
En cas de rupture de *covenant*, nos enquêtes montrent que les établissements prêteurs font le plus souvent preuve d'une attitude conciliante et acceptent plusieurs types d'aménagements (par ordre de priorités) : renégociation du *covenant*, allongement de la maturité financière, report d'annuités.

Annexe

Caractéristiques du montage LBO

Le LBO (*Leverage Buy Out*) est un montage financier qui consiste à racheter une entreprise en interposant entre le repreneur et la société cible une société *holding* qui s'endette pour acquérir la société cible. Le remboursement de la dette ainsi contractée s'effectue principalement grâce aux bénéfices dégagés par la société cible et versés à la société *holding* sous forme de dividendes.

Schéma simplifié d'une opération de LBO



Intervenants :	Objectifs :
- repreneur	Détention du contrôle par un apport en fonds propres limité, parfois complété par un apport en compte courant
- société de capital-risque	Opportunité d'une plus-value importante à moyen terme
- banques	Apport d'un financement avec une tarification et surtout une demande de garanties proportionnelles aux risques perçus du montage

Durée fréquente du montage : 7 à 10 ans

Les différentes appellations du LBO

Le montage LBO s'inscrit généralement dans le cadre de la transmission de l'entreprise.

*Lorsque le rachat de la société cible est effectué par les dirigeants de l'entreprise, on parle de MBO (*Management Buy-Out*) ou de LMBO (*Leveraged Management Buy-Out*). Lorsqu'il s'agit de dirigeants extérieurs, prenant la responsabilité de la gestion de la cible à cette occasion, on utilise le terme de LBI (*Leveraged Buy-In*). Enfin si le rachat est effectué conjointement par des dirigeants internes et externes à l'entreprise, on parle de BIMBO (*Buy-In Management Buy-Out*). Le RES (Rachat d'entreprise par les salariés) est un cas particulier de LBO dans lequel les salariés sont les acquéreurs principaux.*

Le montage repose sur le principe de l'effet de levier lié à l'endettement. Ainsi, de manière générale, la société *holding* est dotée d'un capital relativement faible au regard de l'opération. Elle présente donc une structure fortement déséquilibrée avec un endettement très lourd et des fonds propres limités.

Les mécanismes de l'effet de levier

Le LBO repose sur un triple effet de levier :

- *un effet de levier juridique qui résulte de la constitution d'une société* holding *et de la souscription d'une partie de son capital par des investisseurs professionnels extérieurs (fonds d'investissements spécialisés, société de capital investissement). Il permet ainsi aux repreneurs d'accroître leur capacité de contrôle avec une mise de fonds initiale limitée ;*

- *un effet de levier financier qui repose sur l'utilisation massive de l'endettement afin d'accroître la rentabilité des fonds investis. La création d'un* holding *de rachat permet de faire supporter une grande partie du financement de l'opération par la société cible : la dette contractée au niveau du* holding *est remboursée grâce aux dividendes que la cible verse au* holding *;*

- *un effet de levier fiscal qui résulte de l'option pour le régime de l'intégration fiscale. Ce régime permet à la société* holding *de se constituer seule redevable de l'impôt sur les sociétés à raison du résultat d'ensemble et, par là, d'imputer les frais financiers relatifs à ses emprunts sur les bénéfices de la société cible.*

Dans la mesure où ces montages reposent essentiellement sur l'endettement, tout retournement de conjoncture ou même une simple baisse de rentabilité de la société rachetée peut remettre en cause la capacité de remboursement de l'ensemble constitué de la société *holding* et de la société d'exploitation, jusqu'à mener au dépôt de bilan. De tels montages sont donc, par nature, vulnérables. Dans tous les cas, l'importance du service de la dette risque de limiter pendant plusieurs années les possibilités d'investissement de l'entreprise, réduisant sa capacité à faire face aux adaptations et à développer son potentiel de production.

Dans la pratique, on peut considérer que les entreprises candidates idéales au rachat avec effet de levier sont les sociétés rentables sur des activités matures qui bénéficient d'une bonne visibilité sur un marché stable.

L'évolution des placements financiers des ménages français en 2011

Adeline BACHELLERIE et Daniel GABRIELLI
Direction générale des Statistiques
Direction des Statistiques monétaires et financières

Olivier de BANDT et Laetitia MENEAU
Secrétariat général de l'Autorité de contrôle prudentiel
Direction des Études

L'année 2011 a été marquée par une évolution des placements financiers des ménages : fléchissement de la collecte de l'assurance-vie, retraits sur les OPCVM et sensible progression des produits bancaires les plus liquides.

Pour analyser la répartition des placements et leur évolution chez les principaux acteurs du marché, le secrétariat général de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) et la direction générale des Statistiques de la Banque de France ont réalisé une étude conjointe.

Les groupes de bancassurance, qui concentraient à la fin de 2011 près de 95 % des encours de produits bancaires et 50 % de l'encours des contrats d'assurance-vie, ont fait l'objet d'une analyse spécifique. Alors qu'ils distribuent une gamme complète de produits financiers, ils ne semblent pas avoir « réintermédié » l'épargne des ménages de façon plus significative que le reste du marché.

À ce stade, les évolutions enregistrées paraissent tenir davantage à l'évolution des rendements relatifs des produits, et à la volonté des ménages de privilégier la disponibilité de leurs placements : la différence de taux de rémunération entre les différents produits d'épargne s'est resserrée et les ménages ont diversifié leurs placements dans une optique de précaution. Les établissements interrogés ont cependant indiqué que ces évolutions sont encore trop récentes pour témoigner d'un changement durable de comportement des épargnants, tout en soulignant des tendances structurelles : incertitudes sur le régime fiscal dans les années à venir, évolutions démographiques…, qui peuvent influer sur les comportements d'épargne de façons au demeurant diverses et pour partie incertaines.

La modification des comportements d'épargne des ménages ayant des conséquences importantes pour le financement du secteur financier comme celui du secteur réel, par exemple dans la dynamique des prix immobiliers, le secrétariat général de l'ACP, la direction générale des Statistiques et la direction générale des Études de la Banque de France continueront de suivre l'évolution des placements financiers des ménages. Le secrétariat général de l'ACP s'attachera tout particulièrement à mesurer son incidence sur la situation financière et les modalités de gestion de la liquidité des grands groupes de bancassurance.

Cette approche sera élargie au suivi des dépôts des grandes entreprises, pour la collecte desquels la concurrence entre établissements s'intensifie.

Enfin, pour s'assurer que les établissements de crédit font preuve de prudence dans la recherche de leurs ressources clientèle, comme le gouverneur l'a rappelé en 2011 et au début de cette année lors des vœux à la Place, le secrétariat général de l'ACP a collecté des informations auprès des principaux groupes bancaires sur les conditions de rémunération des livrets ordinaires et des comptes à terme de la clientèle et la direction générale des Statistiques recueillera périodiquement des informations quantitatives sur la rémunération de ces derniers.

Mots clés : épargne financière, ménages français, placements, livrets d'épargne, livret A, livret ordinaire, actions, titres d'OPCVM, assurance-vie, titres de créance

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

NB : Cet article a bénéficié des contributions du service des Analyses et Statistiques sur les intermédiaires financiers (Anne-Sophie Borie-Tessier, Kloe Masselier, Omar Birouk, Gisèle Fourel et Romain Calléja) et du service des Analyses et Statistiques monétaires (Audrey Lattaud) de la direction générale des Statistiques, ainsi que de celle du service des Études statistiques de l'ACP (Christine Leblond, Anne-Marie Hommel).

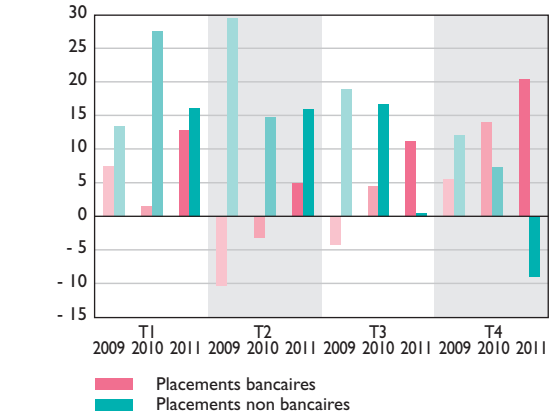
L'année 2011 a été marquée par une évolution des placements financiers des ménages : fléchissement de la collecte de l'assurance-vie, retraits sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et sensible progression des produits bancaires les plus liquides.

Cette étude, réalisée par le secrétariat de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) et la direction générale des Statistiques (DGS) de la Banque de France à la fin 2011, a pour objectif d'analyser l'évolution de l'orientation des placements des ménages et de leur répartition entre les principaux acteurs du marché.

Les flux nets de placements financiers des ménages, exprimés en cumul sur les quatre derniers trimestres, ont fléchi à partir du troisième trimestre 2011, passant de 92,2 milliards d'euros à fin juin 2011 à 72,8 milliards à fin décembre (cf. tableau 1).

Graphique 1 Placements financiers des ménages

(flux nets trimestriels en milliards d'euros)



Source : Comptes financiers, Banque de France

Ce fléchissement s'est accompagné d'une modification de leur structure. Depuis la mi-2010, les placements auprès des banques ont ainsi connu davantage de succès que les produits non bancaires (cf. graphique 1), processus qui s'est accentué au second semestre 2011 : les flux nets de placements en épargne bancaire ont atteint pour la première fois 20,2 milliards d'euros au quatrième trimestre.

Cet accroissement des placements bancaires n'est pas propre aux ménages, puisqu'il touche aussi la clientèle des entreprises non financières.

1| Modification importante des arbitrages des ménages au cours de la période récente

Même si l'épargne financière des ménages reste majoritairement placée en assurance-vie, leur flux net de placements en dépôts bancaires, depuis le début de l'année 2011, a été plus important que celui enregistré en assurance-vie. Ils ont opéré en outre de nouvelles cessions de titres d'OPCVM.

1 | 1 Baisse de la collecte de l'assurance-vie

La collecte nette d'assurance-vie, produit financier dont l'encours constitue l'essentiel de l'épargne non bancaire des ménages, a diminué régulièrement depuis le deuxième semestre 2010 pour devenir négative au quatrième trimestre 2011. Le solde des primes collectées et des prestations versées a ainsi été négatif au quatrième trimestre (– 8,4 milliards d'euros) ainsi que les flux de provisions mathématiques (– 1,7 milliard) (source FFSA).

Tableau 1 Flux des placements financiers des ménages français

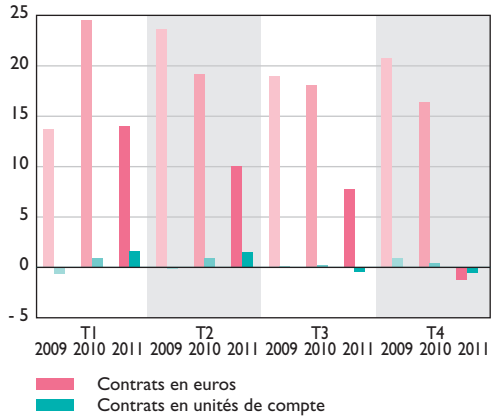
(flux nets cumulés sur quatre trimestres, en milliards d'euros)

	Mars 2010	Juin 2010	Septembre 2010	Décembre 2010	Mars 2011	Juin 2011	Septembre 2011	Décembre 2011 (a)
Placements bancaires	- 7,6	- 0,4	8,3	16,6	28,0	36,1	42,9	49,3
Placements non bancaires	88,0	73,2	71,1	66,3	54,9	56,0	39,8	23,5
dont contrats d'assurance-vie	*88,4*	*84,2*	*82,6*	*77,4*	*68,3*	*61,5*	*51,4*	*33,3*
parts d'OPCVM	*- 14,7*	*- 25,1*	*- 20,4*	*- 15,3*	*- 17,7*	*- 4,3*	*- 12,5*	*- 11,3*
titres de créance et actions	*14,3*	*14,1*	*8,8*	*4,2*	*4,2*	*- 1,2*	*0,9*	*1,5*
Total des placements financiers	**80,4**	**72,9**	**79,3**	**82,9**	**82,8**	**92,2**	**82,7**	**72,8**

(a) données soumises à révision
Source : Comptes financiers, Banque de France

Graphique 2 Souscriptions/rachats nets de contrats d'assurance-vie

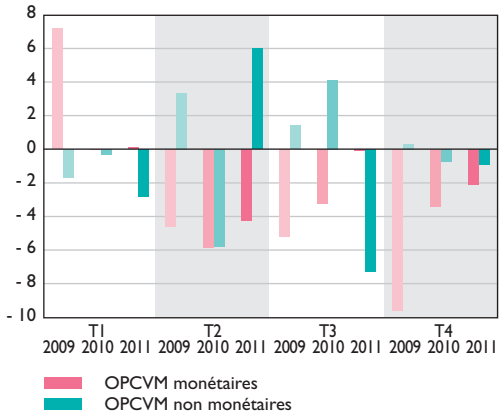
(flux nets trimestriels en milliards d'euros)



Source : Comptes financiers, Banque de France

Graphique 3 Souscriptions/rachats nets de titres d'OPCVM

(flux nets trimestriels en milliards d'euros)



Source : Comptes financiers, Banque de France

Comme le montre le graphique 2, la décollecte a essentiellement concerné les contrats en euros (– 1,2 milliard) [1] mais aussi, dans une moindre mesure, ceux libellés en unités de compte (UC) — dont les flux sont habituellement minoritaires (– 0,5 milliard). La décollecte sur les contrats en UC a été, relativement aux encours correspondants, plus forte que celle sur les contrats en euros.

1|2 Importants retraits sur les OPCVM

Les titres d'OPCVM, dont l'encours représente une proportion limitée de l'ensemble des placements financiers des ménages auprès des intermédiaires financiers non bancaires, ont fait également l'objet de retraits nets en 2011, à hauteur de 11,1 milliards d'euros, après 15,3 milliards en 2010 (cf. graphique 3).

La tendance longue à l'effritement des placements dans les OPCVM monétaires s'est poursuivie en 2011, tout en continuant à s'atténuer.

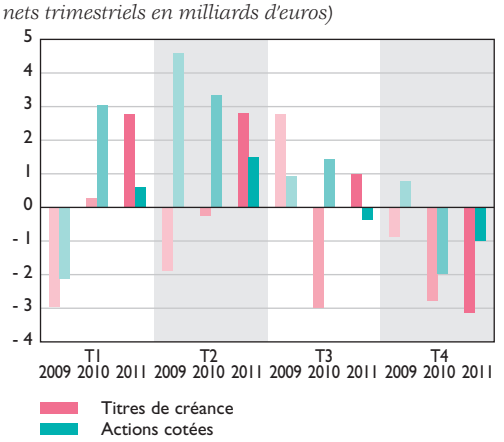
Les OPCVM non monétaires ont enregistré pour leur part une évolution beaucoup plus erratique. Leur flux de souscriptions nettes a été fortement positif au deuxième trimestre de 2011 (+ 6 milliards d'euros, au lieu de – 5,8 milliards à la même période en 2010), puis négatif au troisième trimestre (– 7,3 milliards d'euros en 2011, au lieu de + 4,1 milliards en 2010) et enfin quasi nul au quatrième trimestre (– 0,9 milliard d'euros en 2011 contre – 0,7 en 2010).

1|3 Relatif regain d'intérêt des ménages pour la détention directe de titres

Les titres de créance et les actions cotées détenus en direct par les ménages ont connu un relatif regain de faveur en 2011 (cf. graphique 4) : les ménages ont notamment acheté pour 3,4 milliards d'euros de titres de créance (c'est-à-dire d'obligations pour l'essentiel) sur l'année après avoir fortement réduit leur flux de souscriptions nettes en 2010 (– 5,7 milliards sur l'année) et avoir opéré notamment des retraits nets aux troisième et quatrième trimestres de cette même année.

Graphique 4 Souscriptions/rachats nets de titres de créance et actions cotées

(flux nets trimestriels en milliards d'euros)

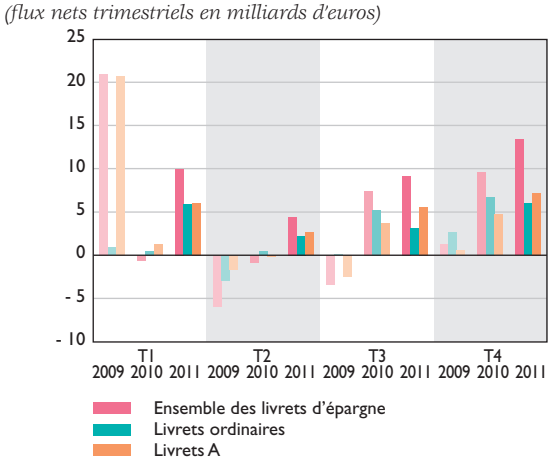


Source : Comptes financiers, Banque de France

1 *Cette évolution concerne les flux de provisions mathématiques qui incluent la capitalisation des taux d'intérêt.*

Graphique 5 Placements en livrets d'épargne

(flux nets trimestriels en milliards d'euros)



Source : Statistiques monétaires, Banque de France

1|4 Préférence des ménages pour les placements en produits d'épargne liquide

Les flux trimestriels observés sur les livrets d'épargne augmentent régulièrement depuis la mi-2010. Ce sont les livrets A et ordinaires qui bénéficient de l'essentiel de ces flux : la collecte nette sur les livrets A a ainsi atteint 21,6 milliards d'euros en 2011 au lieu de 9,4 milliards en 2010 (cf. graphique 5) et celle des livrets ordinaires soumis à l'impôt 17 milliards d'euros, après 13,2 milliards en 2010.

2| Une collecte des groupes de bancassurance comparable à celle de l'ensemble du marché

La situation des principaux groupes de bancassurance [2] a été examinée ; à fin 2011, ils collectaient près de 95 % des encours de produits bancaires, 50 % de l'encours des contrats d'assurance-vie (euros et UC) et géraient 70 % des encours d'OPCVM — hors FCPE [3] (cf. tableau 2).

2|1 Fléchissement de la collecte d'assurance-vie

Le fléchissement de la collecte nette des groupes de bancassurance depuis la fin 2010 a été identique à celui des autres assureurs, de même que son profil infra-annuel : le flux de collecte nette a atteint près de 8,6 milliards d'euros de janvier à août, au lieu de 19,9 milliards sur la même période en 2010 puis a fléchi de 3,9 milliards de septembre à décembre, à la fois pour les groupes de bancassurance et pour les autres assureurs (cf. graphique 6).

2|2 Importants retraits sur les OPCVM

En ce qui concerne les titres d'OPCVM monétaires et non monétaires gérés par les sociétés de gestion détenues par les six groupes de bancassurance considérés,

Tableau 2 Évolution des placements financiers des ménages en 2011

(en milliards d'euros, variation en %)

	Total produits bancaires			Total assurance-vie			Total OPCVM		
	Encours déc. 2011	Flux cumulés depuis fin 2010	Variation des encours depuis fin 2010	Encours nov. 2011	Flux cumulés depuis fin 2010	Variation des encours depuis fin 2010	Encours sept. 2011	Flux cumulés depuis fin 2010	Variation des encours depuis fin 2010
Bancassureurs	**1 018,8**	**42,0**	**4,3**	**712,4**	**4,2**	**0,6**	**81,5**	**- 5,9**	**- 16,6**
Autres assureurs	–	–	–	603,7	3,5	0,6	35,1	- 7,2	- 15,6
Autres banques	43,5	3,3	8,3	–	–	–			
Autres	–	–	–	–	–	–			
Total	**1 062,3**	**45,3**	**4,5**	**1 316,1**	**7,8**	**0,6**	**116,6**	**- 13,1**	**- 16,3**

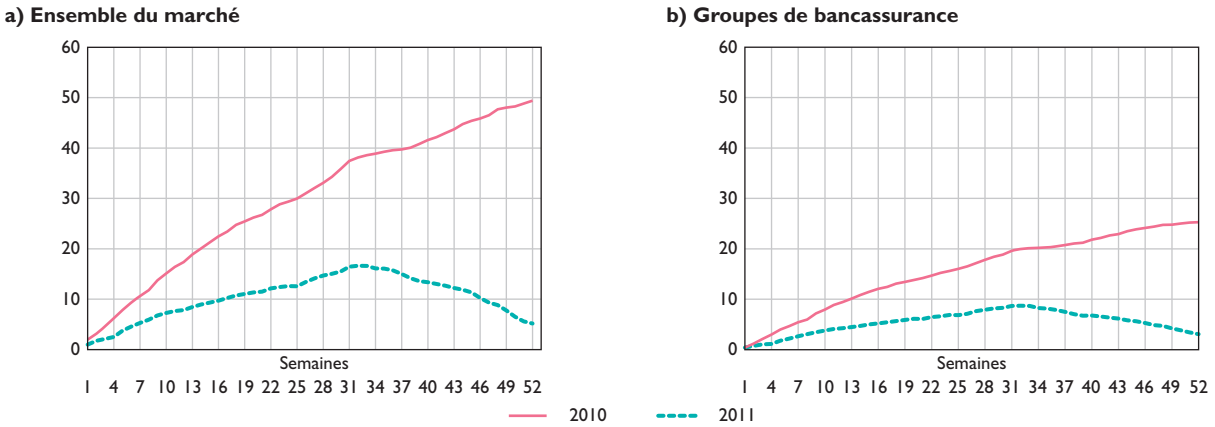
Source : Données des établissements et organismes

2 *Les groupes de bancassurance sont des groupes financiers qui distribuent à la fois des produits bancaires et des produits d'assurance, via leur maison mère ou par l'intermédiaire de filiales. Les groupes qui ont été analysés dans cette étude sont constitués d'une maison mère bancaire et de filiales d'assurance. Les groupes étudiés sont BNPP, Société générale, le Crédit Agricole, BPCE, La Banque Postale et le Crédit Mutuel.*

3 *Les fonds communs de placement d'entreprise (FCPE) sont exclus de l'analyse car les groupes n'ont pas la maîtrise directe de l'action commerciale de ces fonds.*

Graphique 6 Collecte nette d'assurance-vie

(flux nets hebdomadaires cumulés depuis fin 2009 et fin 2010 en milliards d'euros, contrats en euros et UC)



Source : Données des établissements et organismes

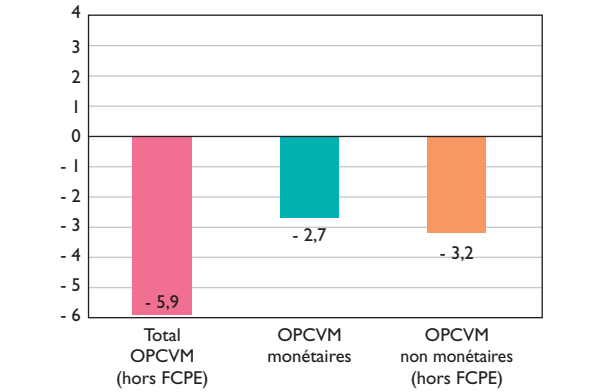
les retraits nets de la clientèle se sont poursuivis en 2011 (– 5,9 milliards d'euros) (cf. graphique 7). Ce mouvement a été proportionnellement plus marqué pour les OPCVM monétaires (hors FCPE) (– 13,4 % par rapport à l'encours de décembre 2010, soit – 2,7 milliards) que pour les non monétaires (– 4,1 %, soit – 3,2 milliards). Il a en outre été accentué par le changement de définition des OPCVM monétaires intervenu en 2011 qui, en restreignant le champ de cette catégorie, s'est traduit par l'enregistrement de flux de sortie des OPCVM monétaires vers les non monétaires. Les groupes de bancassurance interrogés estiment que le contexte actuel de taux d'intérêt durablement bas est peu favorable aux OPCVM monétaires et qu'il se prête à la poursuite des arbitrages en faveur des comptes sur livret.

2|3 Forte collecte de livrets bancaires, notamment de livrets A

Les groupes de bancassurance, qui détiennent la quasi-totalité des encours de produits bancaires, ont enregistré une très forte collecte sur le livret A en 2011 notamment après les relèvements successifs de son taux, porté à 2 % en février 2011 et à 2,25 % en août (cf. graphique 8). La rémunération élevée d'un produit totalement liquide, garanti et défiscalisé, a entraîné celle des livrets ordinaires des banques, soucieuses de disposer de ressources demeurant à leur bilan — les ressources du livret A et du livret de développement durable sont centralisées à 65 % au fonds d'épargne géré par la Caisse des dépôts et consignations.

Graphique 7 Collecte nette de titres d'OPCVM

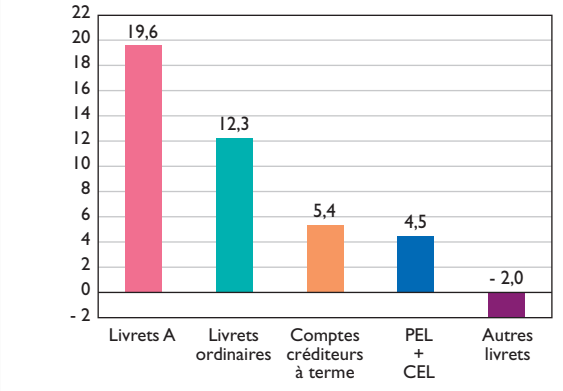
(flux nets cumulés de fin 2010 à fin septembre 2011 en milliards d'euros)



Source : Données des établissements et organismes

Graphique 8 Collecte nette de produits bancaires

(flux nets cumulés de fin 2010 à fin 2011 en milliards d'euros)



Source : Données des établissements et organismes

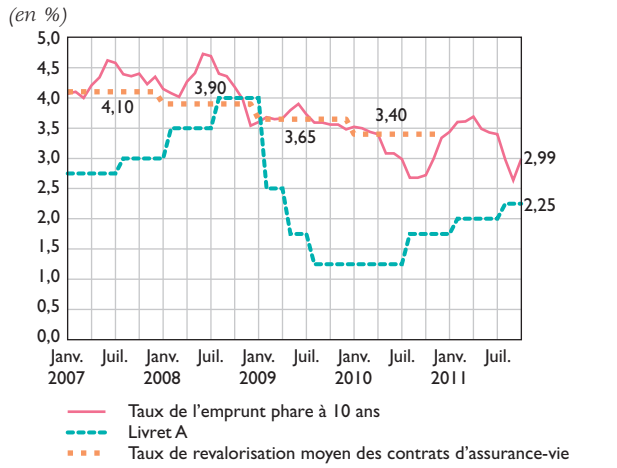
La collecte a donc été également importante pour les livrets ordinaires, liquides et soumis à l'impôt. Le flux net annuel de placements en épargne contractuelle (comptes à terme, PEL et PEP) a également été positif, tout en restant inférieur au flux net annuel cumulé des livrets A et des livrets ordinaires.

3| Évolutions principalement liées au rendement et à la liquidité des produits

3|1 Une incidence limitée des politiques commerciales selon les établissements

Plusieurs établissements privilégient le développement des comptes à terme mais ne paraissent pas souhaiter se lancer dans, ni subir, une lutte intense pour la collecte des dépôts des ménages, considérant notamment que les taux de refinancement sur le marché restent encore inférieurs au taux de rémunération des dépôts qui devrait être pratiqué pour attirer la clientèle. Tous les établissements déclarent avoir axé leurs politiques commerciales autour du triptyque « simplicité, sécurité, liquidité ».

Graphique 9 Rendement moyen des contrats en euros et des autres placements



Note : Taux de rendements bruts des prélèvements fiscaux et sociaux
Source : Banque de France

À ce stade, les groupes de bancassurance indiquent ne pas chercher à amplifier les arbitrages des particuliers pour réduire leur ratio crédits/dépôts ou pour anticiper une mise en conformité avec la nouvelle réglementation de Bâle 3 sur la liquidité. Ils adopteraient une démarche prudente dans leurs conseils en matière d'épargne des particuliers, notamment vis-à-vis de ceux détenant des portefeuilles importants. Ces conseils porteraient sur l'allocation des flux d'épargne nouvelle et non sur d'éventuelles réallocations de stocks, voire seraient marqués par une certaine « neutralité », et viseraient surtout à stimuler la croissance de l'ensemble des placements financiers collectés par les groupes.

3|2 Le rôle majeur des différentiels de rendements relatifs et de la disponibilité des placements

À ce stade, les établissements expliquent ces mouvements par les facteurs suivants.

Un différentiel de rémunération entre les produits

L'écart de rendement net d'impôts entre les produits d'assurance-vie et les produits bancaires s'est réduit, incitant les ménages à se tourner vers les produits bancaires, notamment vers les produits défiscalisés, même si l'assurance-vie reste le principal véhicule de leurs placements (cf. graphique 9).

Une diminution de l'attrait pour les placements financiers

Selon les établissements, les ménages auraient diversifié leurs placements ou retiré leurs fonds pour les utiliser à des fins variées : dépenses de consommation qui auraient été usuellement financées à crédit, achats immobiliers au comptant (au titre notamment des investissements effectués sous le régime de la loi Scellier) ou remboursement anticipé de crédits immobiliers.

Ces évolutions sont cependant encore trop récentes pour témoigner d'un changement durable du comportement des épargnants.

L'évolution de la monnaie et du crédit en 2011

Jérémi MONTORNÈS
Direction des Statistiques monétaires et financières
Service des Analyses et Statistiques monétaires

Le taux de croissance annuel de l'agrégat M3 de la zone euro, redevenu positif en 2010 (1,7 %, après – 0,4 % en 2009) s'est redressé jusqu'à l'été 2011 avant de fléchir et de revenir à 1,5 % en fin d'année (1,5 % corrigé des opérations réalisées par les institutions financières monétaires avec les chambres de compensation [1]). La contribution française qui s'était établie à 6,6 % en 2010 (après – 4,8 % en 2009) a progressé de 3,1 % en décembre 2011.

En France, les crédits au secteur privé non financier, principale contrepartie de la masse monétaire, ont continué de croître à un rythme plus soutenu que dans la zone euro. Leur progression s'est renforcée, atteignant 4,4 % en 2011, après 1,2 % en 2010 alors que celle des crédits à l'habitat s'est modérée tout en demeurant élevée (6,3 % en 2011, après 8,0 % en 2010).

Mots clés : monnaie, crédits à l'habitat, crédits aux entreprises

Codes JEL : D14, D21, E51

1 *Dans la zone euro, la majorité des chambres de compensation n'ont pas le statut d'établissements de crédit et sont donc considérées comme détentrices de monnaie. Les opérations des institutions monétaires financières (IFM) avec ces chambres de compensation ont donc un impact sur la masse monétaire et sont exclues pour ne pas perturber l'analyse de son évolution.*

1| La croissance de l'agrégat large M3 est restée modérée

Après avoir connu une phase de redressement durant la seconde moitié de l'année 2010 et au premier semestre 2011, le taux de croissance annuel de l'agrégat M3 de la zone euro (cf. tableau 1) est revenu fin 2011 à 1,5 %, retrouvant quasiment son niveau de fin 2010 (1,7 %). La contribution française à l'agrégat européen a crû de 3,1 % en 2011, marquant ainsi un net ralentissement par rapport à sa forte reprise de l'année précédente (6,6 % en 2010, après – 4,8 % en 2009 (cf. graphique 1).

Les modifications intervenues dans les rémunérations des différents types de placements ont influencé les évolutions respectives des différentes composantes de M3, dans la zone euro comme en France. Par rapport au point bas touché en 2010, la légère remontée des taux d'intérêt à court terme s'est traduite par une hausse du coût d'opportunité de la détention des actifs les plus liquides peu ou pas rémunérés, dépôts à vue et numéraire. Elle s'est traduite par un net ralentissement de la croissance de M1 (1,6 % en 2011, après 4,3 % en 2010). Dans la zone euro, les sociétés non financières (SNF) ont réduit leurs encours de dépôts à vue tandis que les ménages ont privilégié les placements liquides plus rémunérateurs. Toutefois, au second semestre, les tensions sur les marchés financiers ont ponctuellement contrecarré ces arbitrages, une certaine préférence pour les instruments liquides inclus dans l'agrégat M1 se manifestant. La croissance des billets et pièces en circulation s'est alors intensifiée, notamment dans les pays de la zone euro les plus affectés par les turbulences financières.

La hausse de la rémunération des dépôts à court terme inclus dans M2-M1 a relancé leur croissance (1,9 % en 2011, après – 0,4 % en 2010). En France, les encours de livrets ont progressé vigoureusement à la suite des deux hausses du taux du livret A intervenues en février et en août (cf. graphique 2), répercutées sur les livrets ordinaires. Les SNF ont de leur côté privilégié les dépôts à terme, mieux rémunérés que les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) monétaires, pour placer leurs excédents de trésorerie.

Tableau 1 Agrégats monétaires zone euro et France 2009-2010-2011

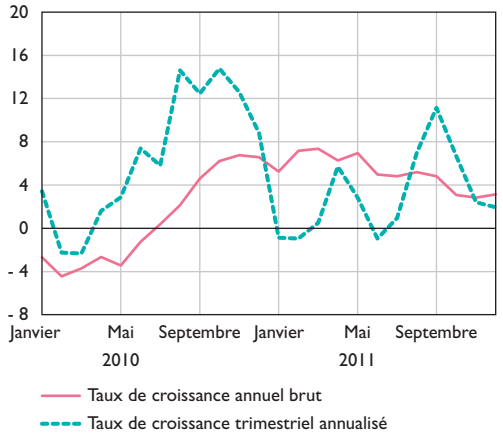
(encours en milliards d'euros, taux de croissance en %)

	Zone euro (a)				France (c)			
	Décembre 2011	Taux de croissance annuel brut (b)			Décembre 2011	Taux de croissance annuel brut (b)		
		Décembre 2009	Décembre 2010	Décembre 2011		Décembre 2009	Décembre 2010	Décembre 2011
Agrégats monétaires (en données cvs) ou **Principaux actifs monétaires** (c)								
Billets et pièces en circulation	842	6,2	4,8	6,1				
+ Dépôts à vue	3 939	13,5	4,2	0,7	580	6,8	7,6	4,4
= M1	**4 781**	**12,2**	**4,3**	**1,6**				
+ Autres dépôts monétaires	3 789	- 9,0	- 0,4	1,9	715	- 5,3	2,9	8,8
Dont : dépôts à préavis ≤ 3 mois	1 961	15,1	6,3	1,9	559	3,1	3,5	7,3
dépôts à terme ≤ 2 ans	1 828	- 24,2	- 6,6	2,0	156	- 27,4	0,5	14,7
= M2	**8 570**	**1,5**	**2,2**	**1,8**				
+ Instruments négociables	1 146	- 11,8	- 2,2	- 0,5	437	- 14,5	4,1	- 7,5
Dont : titres d'OPCVM monétaires	537	- 1,9	- 15,1	- 4,7	290	- 0,2	- 11,7	- 9,5
titres de créance ≤ 2 ans	207	- 50,3	- 13,8	24,2	112	- 56,6	98,7	- 4,2
= M3	**9 716**	**- 0,4**	**1,7**	**1,5**				
Contribution française à M3 (d)					**1 811**	**- 4,8**	**6,6**	**3,1**

(a) Opérations des Institutions financières et monétaires (IFM) de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro
(b) Évolutions corrigées de l'incidence des reclassements et des effets de valorisation
(c) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français
(d) Engagements à moins de deux ans des IFM résidant en France, hors billets et pièces en circulation, vis-à-vis du secteur détenteur de monnaie de la zone euro (résidents de la zone euro, hors IFM et administrations centrales), ainsi que, par assimilation, les dépôts de ce secteur auprès des administrations centrales

Graphique 1 Contribution française à M3

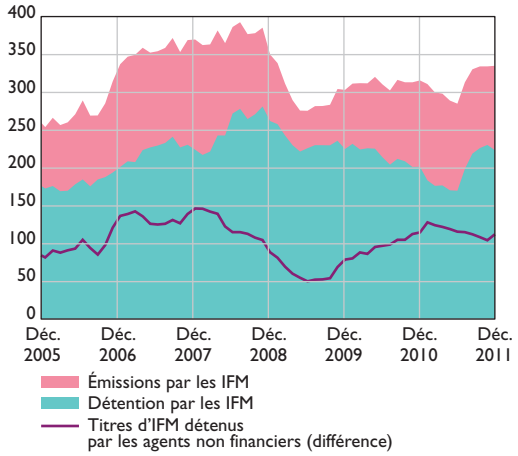
(en %)



Source : Banque de France

Graphique 3 Titres de créances en France

(encours en milliards d'euros)

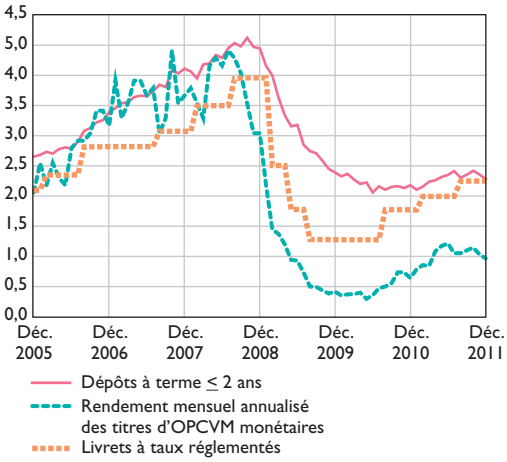


Source : Banque de France

Dans la zone euro, l'encours des dépôts constitutifs de M3-M2, après avoir connu de larges fluctuations en cours d'année, a retrouvé à peu près fin 2011 son niveau de fin 2010 (– 0,5 % sur l'année). Au second semestre 2011, les turbulences financières ont pesé sur la croissance des instruments négociables. Compte tenu de leurs difficultés à se financer en blanc, les banques de la zone euro ont largement recouru aux pensions jusqu'en novembre [2], et notamment aux prêts garantis réalisés par l'intermédiaire des chambres de compensation [3], leur permettant de s'assurer contre le risque de contrepartie. En France, l'encours de titres de créance émis par les institutions monétaires et financières (IFM) et détenus par les agents non financiers s'est contracté (– 4,2 % en rythme annuel fin 2011). Enfin, les OPCVM monétaires ont continué de faire l'objet de retraits nets, dans la zone euro comme en France, du fait de leur faible rendement (cf. graphiques 3 et 4).

Graphique 2 Rémunération de l'épargne liquide en France

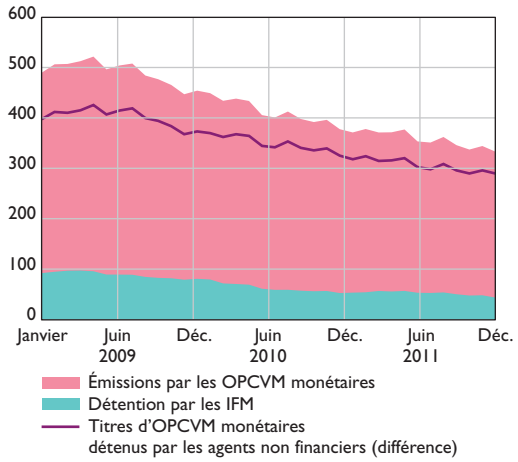
(en %)



Source : Banque de France

Graphique 4 OPCVM monétaires en France

(encours en milliards d'euros)



Source : Banque de France

2 *Le taux de croissance annuel des pensions s'est établi à – 2,6 % en décembre, après 12,7 % en novembre. La chute observée au mois de décembre est attribuable pour l'essentiel à l'inversion des opérations interbancaires menées par l'intermédiaire des chambres de compensation dont les montants ont baissé sensiblement fin 2011.*

3 *Les chambres de compensation sont des organismes n'ayant pas nécessairement le statut d'établissements de crédit – mais en France LCH CLEARNET SA est une banque – et dont l'activité principale est la compensation d'opérations interbancaires. Dans les statistiques monétaires, elles relèvent du secteur des « Autres intermédiaires financiers ».*

2| La croissance des crédits aux sociétés non financières a été plus dynamique en France que dans la zone euro

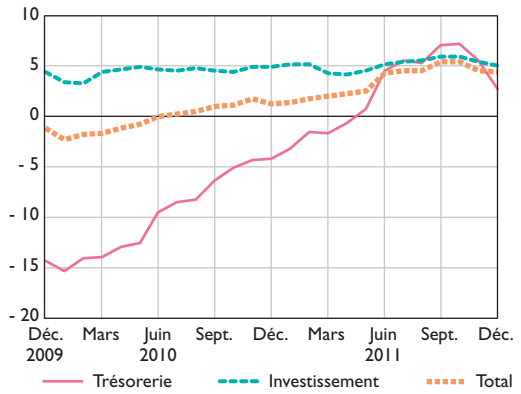
En France, le taux de croissance annuel des crédits aux SNF, redevenu positif à la mi-2010, s'est sensiblement renforcé d'une année à l'autre, passant de 1,2 % en 2010 à 4,4 % en 2011 (cf. graphique 5a). Ces crédits, en dépit de leur léger ralentissement au quatrième trimestre 2011, ont été sensiblement plus dynamiques en France que dans les autres principaux pays de la zone euro (cf. graphique 5b). Leur reprise en France a été pour l'essentiel alimentée par celle des crédits de trésorerie (2,7 % en 2011, après un recul de 4,2 % en 2010). Dans la zone euro, ce redressement a été nettement plus modeste : 1,2 % en 2011.

En France, la reconstitution des stocks, amorcée en début d'année, a relancé la croissance des crédits de trésorerie tandis que la progression continue de l'investissement productif a stimulé celle des crédits à l'investissement qui ont progressé de 5,0 % sur l'année. Ce dynamisme des crédits aux SNF a aussi été favorisé par des conditions de financement, le taux d'intérêt des crédits à taux variable s'étant maintenu au second semestre 2011 au voisinage de 2,9 %, après avoir légèrement augmenté au premier semestre 2011 dans le sillage de l'Euribor 3 mois (cf. graphique 6). Au total, le coût du crédit aux SNF est resté plus bas en France que dans la zone euro (cf. graphique 7).

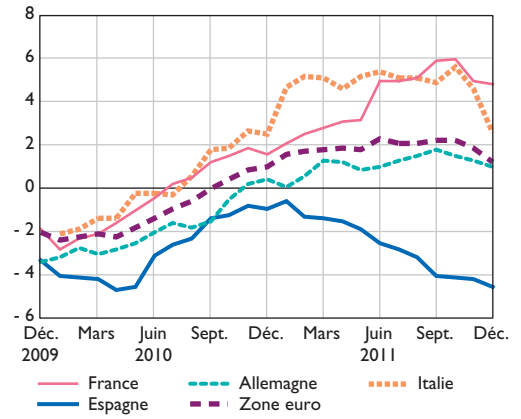
Graphiques 5 Crédits aux SNF

(taux de croissance annuel en %)

a) En France



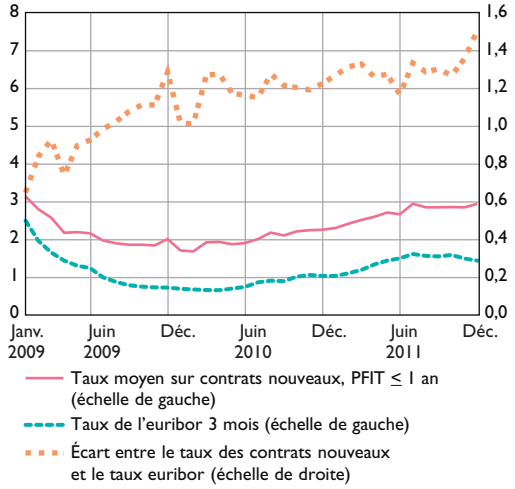
b) Dans la zone euro



Source : Banque de France

Graphique 6 Taux moyen des crédits nouveaux aux SNF en France (à taux variable et/ou de durée ≤ 1 an) et taux EURIBOR 3 mois

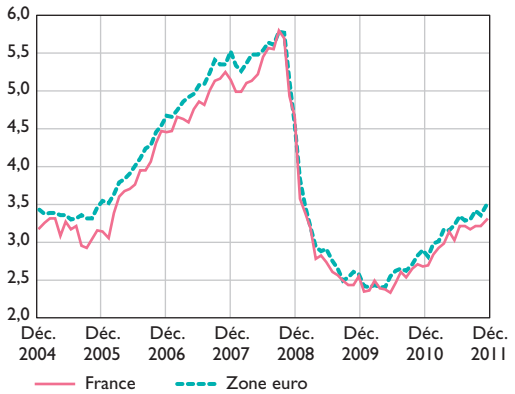
(en %)



Note : PFIT : période de fixation initiale des taux
Source : Banque de France

Graphique 7 Taux d'intérêt des crédits aux SNF dans la zone euro

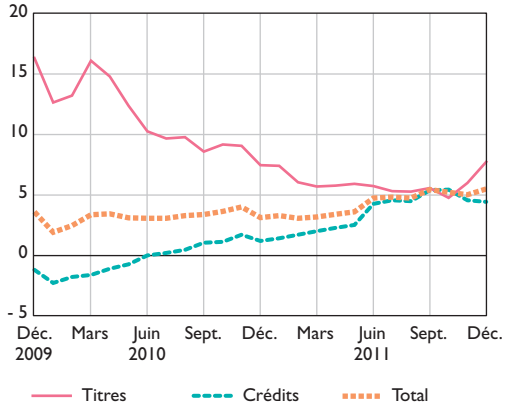
(en %)



Source : Banque de France

Graphique 8 Endettement des SNF en France par source de financement

(contributions au taux de croissance annuel en points de %)

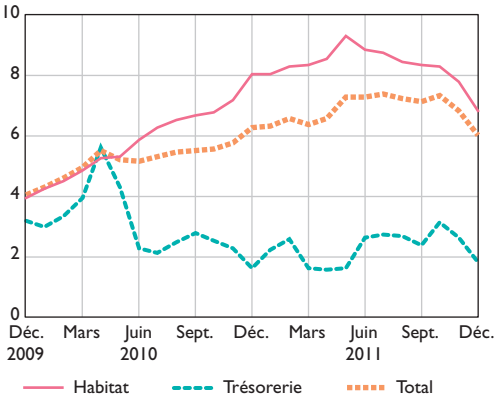


Source : Banque de France

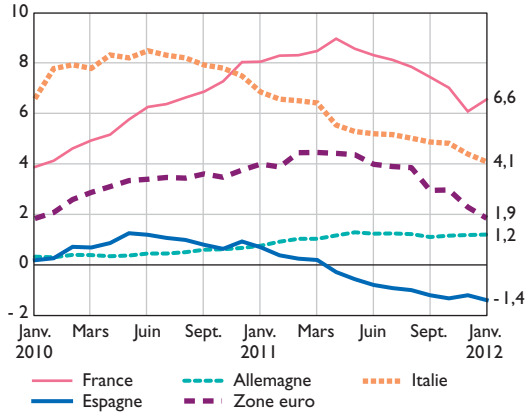
Graphiques 9 Crédits aux ménages

(taux de croissance annuel en %)

a) En France



b) Dans la zone euro



Source : Banque de France

Au second semestre 2011, la crise de la dette souveraine et le ralentissement de l'activité économique ont pesé sur les conditions de l'activité bancaire sans pour autant engendrer une contraction des crédits aux SNF. Les utilisations de crédits ont évolué de manière différenciée selon la taille des entreprises. Au quatrième trimestre, les émissions de titres de créance des SNF, bénéficiant de conditions de marché plus favorables au second semestre, se sont nettement accrues, venant se substituer partiellement à l'appel au crédit bancaire. Au total, l'endettement des SNF a augmenté de 5,5 % en 2011, après 3,1 % en 2010 (cf. graphique 8).

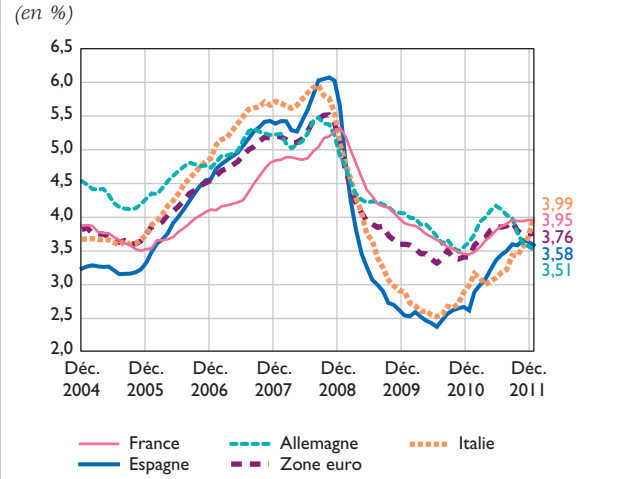
3| La croissance des crédits à l'habitat a été forte même si elle s'est atténuée en milieu d'année

Jusqu'en mai 2011, le taux de croissance annuel des encours de crédit à l'habitat a continué d'augmenter en France et dans la zone euro avant de commencer à diminuer progressivement au second semestre pour s'établir à 6,3 % en fin d'année (cf. graphique 9a). En France, cette progression est restée nettement plus rapide que dans les autres pays de la zone euro (cf. graphique 9b) tandis que les crédits de trésorerie accordés aux ménages ont quant à eux augmenté de façon nettement plus modérée ; leur rythme s'établissant à environ 2 % tout au long de l'année.

La demande de crédits à l'habitat des ménages en France en 2011 a été soutenue par des conditions de financement toujours attractives, malgré le renchérissement intervenu au premier semestre : le taux d'intérêt moyen de ces crédits s'est établi à 3,95 % en décembre 2011, environ 60 points de base au-dessus de son niveau d'un an plus tôt (cf. graphique 10). En France, ce taux a été légèrement supérieur à celui de la zone euro ; cet écart pouvant résulter en partie du faible recours des ménages français aux crédits à taux variable comparativement à leurs homologues des autres principaux pays (cf. graphique 11). Cette différence de comportement s'explique notamment par la faiblesse de l'écart entre les taux des prêts à taux fixe et ceux des prêts à taux variable (d'environ 20 points de base à fin 2011).

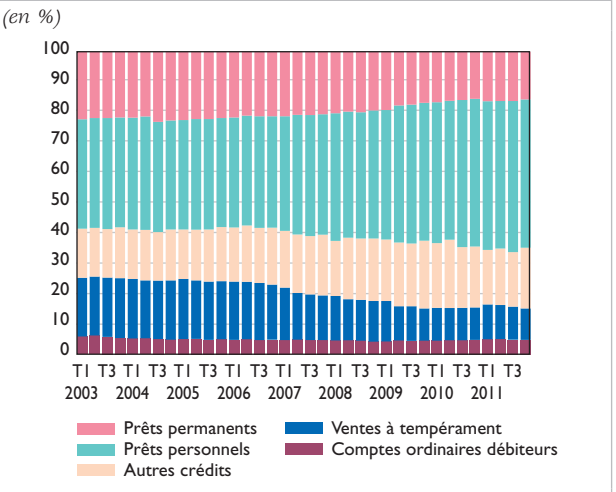
Selon l'enquête sur la distribution du crédit, certaines banques déclarent avoir resserré leurs critères d'octroi de leurs prêts à l'habitat aux troisième et

Graphique 10 Taux d'intérêt des crédits nouveaux à l'habitat en France et dans la zone euro



Source : Banque de France

Graphique 12 Répartition des crédits de trésorerie aux ménages en France

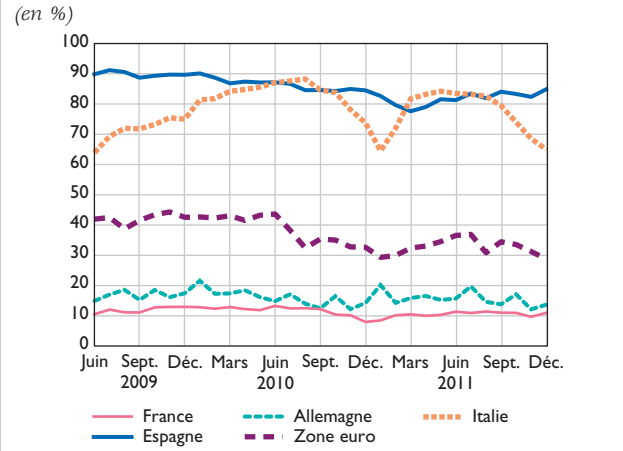


Source : Banque de France

quatrième trimestres 2011 et avoir légèrement relevé leurs marges. Ces crédits ont néanmoins enregistré une nouvelle poussée en fin d'année 2011 ; les candidats à l'emprunt accélérant leurs opérations en anticipation des réductions des avantages fiscaux (« dispositif Scellier ») et des limitations destinées à être apportées aux possibilités d'utilisation du prêt à taux zéro.

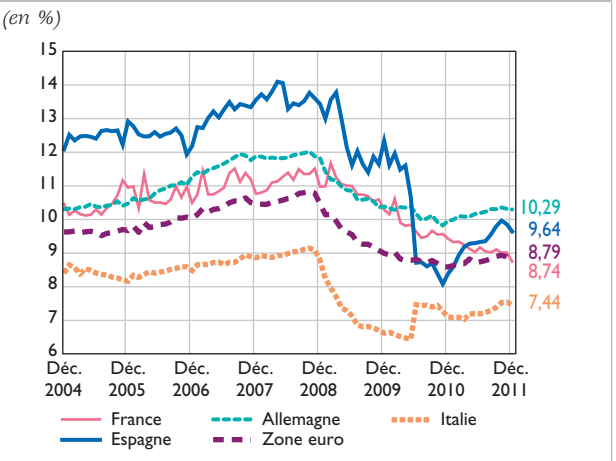
En 2011, la modeste progression des crédits à la consommation a résulté d'évolutions contrastées de leurs différentes composantes. La distribution des prêts amortissables a été stimulée par plusieurs dispositions mises en place par la loi Lagarde votée au 1er juillet 2010 qui ont engendré un mouvement de substitution de ces prêts aux prêts permanents (ou crédits *revolving*) (cf. graphique 12). Sur un an, l'encours de crédit permanent s'est contracté de près de 0,5 milliard d'euros alors que celui des prêts personnels a augmenté d'environ 1 milliard. Dans le même temps, la baisse des taux des crédits renouvelables qui est intervenue sous l'effet de la nouvelle législation relative aux crédits à la consommation [4] les a ramenés fin 2011 à un niveau comparable à celui de la moyenne de la zone euro (cf. graphique 13).

Graphique 11 Part des crédits à taux variable dans la zone euro



Source : Banque de France

Graphique 13 Taux des crédits renouvelables dans la zone euro



Source : Banque de France

4 *La loi du 1er juillet 2010 dite loi Lagarde prévoit que les taux d'usure seront calculés à l'issue d'une période transitoire pour trois catégories de montants : inférieur à 3 000 euros ; entre 3 000 et 6 000 euros, supérieur à 6 000 euros. Cette nouvelle législation vise à réduire le taux d'usure sur les crédits renouvelables et à accroître l'incitation au crédit amortissable.*

La récession de 2008-2009 a-t-elle accru la part structurelle du chômage en zone euro ?

Sophie HAINCOURT et Matteo MOGLIANI
Direction de la Conjoncture et des Prévisions macroéconomiques

La crise de 2008-2009 a provoqué une hausse importante du taux de chômage en zone euro, celui-ci progressant de 7,4 % de la population active au premier trimestre 2008 (point haut du cycle précédant la récession) à 9,5 % au deuxième trimestre 2009, creux de la récession [1]. Le marché du travail s'ajustant habituellement avec retard aux retournements de cycle de l'activité, la progression du taux de chômage s'est poursuivie au-delà de la sortie de récession au troisième trimestre 2009. Malgré une progression de 3,6% de l'activité entre le deuxième trimestre 2009 et le quatrième trimestre 2011 et l'émergence de tensions sur le marché du travail, le taux de chômage reste élevé, à 10,4% de la population active au quatrième trimestre 2011.

Cette résistance à la baisse du taux de chômage pousse à s'interroger sur la possibilité d'un accroissement de la part structurelle du chômage en zone euro. Parmi les nombreux facteurs de chômage structurel, cet article examine l'évolution de la courbe dite de Beveridge en zone euro de 1995 à nos jours. Représentation graphique de la relation entre taux de chômage et taux d'emplois vacants, la courbe de Beveridge offre en effet une illustration des difficultés d'appariement entre offre et demande de travail, sans pour autant permettre de juger de la nature et des causes de ces difficultés (celles-ci peuvent être par exemple d'origine sectorielle ou géographique). Pour la zone euro, la courbe de Beveridge révèle une adéquation moins efficace entre offre et demande de travail depuis la récession de 2008.

Le marché du travail de la zone euro étant encore marqué par de fortes spécificités nationales, l'article analyse également les courbes de Beveridge des principaux pays membres (Allemagne, France, Italie et Espagne) et conclut que le risque d'émergence d'un chômage structurel en zone euro, tel qu'illustré par la courbe de Beveridge, est principalement localisé en Espagne, bien que des signes de hausse du chômage structurel apparaissent également en France.

Mots clés : chômage structurel, courbe de Beveridge, efficacité d'appariement

Codes JEL : E24, E32, J21, J60

1 *La hausse du taux de chômage a toutefois été contenue au regard de l'ampleur de la récession, impliquant une déviation par rapport à la relation empirique de la loi d'Okun. Ceci peut s'expliquer par les politiques de soutien à l'emploi mises en place par la plupart des pays lors de la récession, mais également par la nature du choc subi (le taux de chômage étant plus sensible à la composante domestique du PIB qu'à sa composante extérieure), ainsi que le niveau de qualification de la main-d'œuvre (BCE, 2012). Ces deux derniers facteurs ont pu été particulièrement discriminants dans les cas allemand (récession liée à la chute des exportations ; niveau de qualification élevé de la main-d'œuvre) et espagnol (récession liée à l'effondrement de la demande intérieure ; main-d'œuvre moins qualifiée).*

1| La courbe de Beveridge : concept et interprétations

La courbe de Beveridge, ainsi nommée en référence aux travaux de William Henry Beveridge, est la représentation graphique de la relation empirique entre taux de chômage (en abscisse) et taux d'emplois vacants (en ordonnée) [2]. Sa pente est négative, un taux de chômage élevé étant *a priori* concomitant avec un faible taux de postes vacants. Dans la théorie économique, une représentation formelle de la courbe de Beveridge peut être obtenue à travers une fonction d'appariement, qui décrit le processus de rencontre des acteurs du marché du travail à chaque instant t (Blanchard et Diamond, 1989 ; Petrongolo et Pissarides, 2001) :

$$H_t = H(U_t, V_t), \qquad (1)$$

où H est la technologie d'appariement, U_t est le nombre de chômeurs et V_t est le nombre d'entreprises avec des emplois vacants, ou plus simplement le nombre d'emplois vacants. Si cette fonction est rapportée à la population active, une expression décrivant le taux d'appariement en fonction du taux de chômage et du taux d'emplois vacants peut être obtenue :

$$h(u_t, v_t) = H\left(\frac{U_t}{L_t}, \frac{V_t}{L_t}\right). \qquad (2)$$

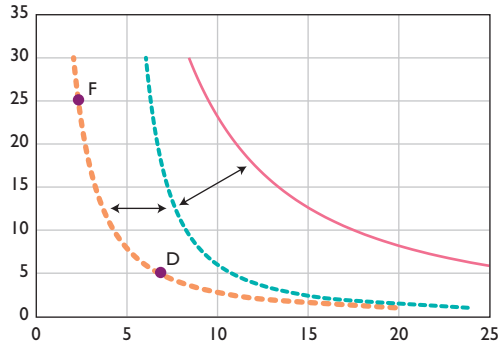
Dans la littérature théorique, la fonction d'appariement a été souvent spécifiée comme une fonction Cobb-Douglas, dans la mesure où l'hypothèse de rendements d'échelle constants a été empiriquement vérifiée :

$$h = Au_t^{\gamma} v_t^{1-\gamma}, \qquad (3)$$

où le terme A décrit l'efficacité d'appariement et capture l'idée que la courbe de Beveridge peut se déplacer au cours du temps. Dans le cas précis de fonction Cobb-Douglas, où les rendements d'échelle sont donc constants, à l'état stationnaire le taux d'appariement (h) égalise le taux de séparation (s) [3].

Graphique 1 Courbe de Beveridge théorique

(en % ; axe des abscisses : taux de chômage, u ; axe des ordonnées : taux de vacances d'emploi, v)



Note : les paramètres utilisés sont A = 0,5, s = 0,03 (courbes orange et verte) et 0,07 (courbe rose), et γ = 0,6
Source : calculs Banque de France

La relation entre le taux de chômage et le taux d'emplois vacants (la courbe de Beveridge) peut alors être réécrite comme suit :

$$\bar{u} = \left(\frac{s}{A\bar{v}^{1-\gamma}}\right)^{\gamma}, \qquad (4)$$

où $\bar{u}$ et $\bar{v}$ sont les taux de chômage et d'emplois vacants à l'état stationnaire. Un exemple de courbe de Beveridge théorique est présenté graphiquement ci-dessus.

La position, la pente et l'évolution de la courbe de Beveridge au cours du temps renseignent à la fois sur la phase de conjoncture que traverse l'économie ainsi que sur le fonctionnement du marché du travail :

- **La position sur la courbe est un indicateur de la phase de cycle que traverse l'économie :** phase de conjoncture favorable sur le haut de la courbe (taux de chômage faible et taux d'emplois vacants élevé, point F) et phase de conjoncture défavorable sur le bas de la courbe (taux de chômage élevé et taux d'emplois vacants faible, point D).

- **La pente de la courbe de Beveridge est variable :** une pentification moins forte (courbe

2 *Une référence explicite à la courbe de Beveridge, sous l'appellation "UV-curve"(avec U :* unemployment *; V :* vacancies*), peut être retrouvée dans le travail précurseur de Dow et Dicks-Mireaux (1958). Il est intéressant de remarquer que, dans ce premier travail, la représentation graphique de la courbe de Beveridge admettait le taux d'emplois vacants en abscisse et les taux de chômage en ordonnées. Toutefois, pour des raisons de cohérence théorique avec la courbe de Phillips, les économistes ont depuis adopté la convention graphique représentant la fonction inverse chômage-emplois vacants. Cette convention est adoptée dans la suite de cet article. En revanche, l'expression « pente de la courbe » se réfère à la courbe inverse décrivant le taux de chômage en fonction du taux d'emplois vacants.*

3 *Le taux d'appariement est défini comme la probabilité qu'à chaque période une entreprise avec un poste vacant « rencontre » un chômeur. Le taux de séparation est inversement défini comme la probabilité qu'à chaque période un travailleur perde son emploi. Ce dernier peut donc être interprété comme un taux de rotation de la main d'œuvre ou comme un taux de destruction des emplois.*

verte *versus* courbe rose) est *a priori* le signe d'une détérioration du fonctionnement du marché du travail (cf. note 2 pour la lecture de la pente de la courbe de Beveridge).

• **La courbe de Beveridge peut se déplacer au cours du temps :** un écartement de l'origine des axes (au même taux d'emplois vacants correspond un taux de chômage plus élevé) indique une détérioration de l'efficacité du marché du travail dans l'adéquation de l'offre et de la demande d'emplois (mouvement de la courbe orange à la courbe rose).

Cependant, il serait hasardeux d'assimiler un déplacement de la courbe de Beveridge uniquement à une variation de l'efficacité du marché du travail dans l'appariement de l'offre et de la demande de travail. En effet, le taux de chômage varie en fonction non seulement des créations d'emplois mais également du nombre de participants au marché du travail, c'est-à-dire la population active. À taux d'emplois vacants inchangés, la courbe de Beveridge peut donc se déplacer en lien avec le taux de participation de la population en âge de travailler sur le marché du travail, sans lien direct avec la problématique d'appariement et de chômage structurel [4]. En outre, un mouvement le long de la partie basse de la courbe peut théoriquement engendrer un écartement de l'origine des axes. Cet effet d'hystérèse peut être principalement induit par la persistance dans l'état de chômeurs des actifs subissant une obsolescence de leurs connaissances, entraînant des effets de découragement pendant les longues phases de chômage (Blanchard et Summers, 1987 ; Roed, 1997).

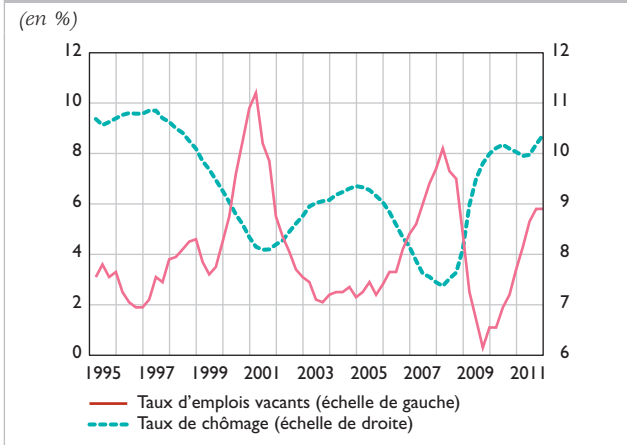
2| La courbe de Beveridge en zone euro : mise en évidence d'un risque d'hystérèse

Une courbe de Beveridge est établie pour la zone euro sur la période 1995-2011, sachant que les données agrégées pour la zone euro doivent être interprétées avec prudence, le marché du travail de la zone euro conservant des spécificités nationales importantes.

Les statistiques de taux de chômage utilisées pour cet exercice proviennent d'Eurostat. Pour les emplois vacants, les statistiques homogènes au niveau de la zone euro sont relativement récentes, empêchant une analyse sur longue période. Le taux d'emplois vacants est donc approché par les résultats de l'enquête trimestrielle de la Commission européenne auprès des entreprises du secteur manufacturier portant sur les facteurs limitant la production (les « goulots »), plus précisément sur les données relatives au facteur travail [5].

La représentation graphique de l'évolution conjointe du taux de chômage et des emplois vacants en zone euro (cf. graphique 2) met en évidence une rupture dans la relation observée entre les deux variables, la hausse des emplois vacants depuis la sortie de récession au troisième trimestre 2009 n'ayant pas conduit, à ce jour, à un recul du taux de chômage [6].

Graphique 2 Taux de chômage et emplois vacants en zone euro (T1 1995-T4 2011)



Sources : Commission européenne ; Eurostat

4 *Théoriquement, si le déplacement de la courbe de Beveridge était engendré par une variation exogène du taux de participation, ce déplacement aurait une nature temporaire, puisque les actifs en excès seraient absorbés par le marché du travail. Par contre, la variation du taux de participation peut être endogène au cycle économique : en période d'expansion et d'augmentation du taux d'emploi, le flux d'inactifs vers le chômage pourrait compenser ou dépasser le flux des chômeurs vers l'emploi ; en période de contraction et de baisse du taux d'emploi, un phénomène de signe opposé pourrait avoir lieu (effet de flexion du taux de participation), mais avec une magnitude et un décalage plutôt important (rigidité au passage à l'inactivité ; entrée dans le marché du travail afin de compenser une perte de revenu au sein du ménage). Ces phénomènes rendraient l'écartement de la courbe de Beveridge plus persistant.*

5 *Cf. encadré 1. Par la suite, les expressions « emplois vacants » ou « taux d'emplois vacants » seront utilisés comme synonyme de tensions ou frictions à l'embauche dans le secteur manufacturier.*

6 *Cf. encadré 1, tableau A, pour la datation des cycles*

ENCADRÉ 1

Données d'emplois vacants, taux de chômage et datation des cycles

Données d'emplois vacants et de taux de chômage

Pour la zone euro dans son ensemble, les données de vacances d'emploi ne sont pas disponibles sur une période suffisamment longue. Cette étude utilise donc les résultats de l'enquête trimestrielle de la Commission européenne (CE) auprès des entreprises du secteur manufacturier portant sur les facteurs limitant la production (les « goulots »), parmi lesquels le facteur travail [1]*. Les réponses sont désaisonnalisées et portent sur le premier mois du trimestre. Ces données représentent donc le taux de réponse des entreprises affichant une contrainte à la production identifiée sous le facteur travail. Bien qu'il ne s'agisse pas d'un indicateur des emplois vacants au sens propre du terme, comme les indicateurs Eurostat publiés à partir de T1 2006, comparé à T1 1985 pour l'enquête de la CE, cette variable constitue un « proxy » assez fiable du niveau des frictions sur le marché du travail* [2]*.*

Utiliser cette série comporte plusieurs avantages sur le plan de l'analyse :

- *les données couvrent une période suffisamment longue en termes de cycles économiques, ce qui permet de vérifier la robustesse des courbes de Beveridge aux fluctuations cycliques ;*
- *un indicateur des difficultés de recrutement, ou frictions, relatif au secteur manufacturier est a priori le meilleur indicateur, compte tenu de la corrélation de l'emploi dans ce secteur vis-à-vis du cycle économique ;*
- *les données sont par construction homogènes pour tous les pays de la zone euro enquêtés.*

Les données de taux de chômage sont celles d'Eurostat. Elles sont publiées pour la zone euro depuis 1995. Pour la France, les données Eurostat peuvent parfois différer de celles de l'Insee, Eurostat se basant sur des évaluations mensuelles provisoires du taux de chômage extraites de données administratives du Pôle emploi. Toutefois, l'utilisation de données Eurostat ou Insee ne modifie pas le diagnostic présenté dans cet article.

Datation des cycles d'activité

*Les datations de cycle d'activité jusqu'à 2003 sont celles de Cotis et Coppel (2005) en ce qui concerne les pays de la zone euro et d'Eurostat en ce qui concerne la zone euro dans son ensemble. Les datations pour la récession 2008-2009 proviennent du CEPR (*Centre for Economic Policy Research*) (2009, 2010).*

Tableau A Datation des récessions en zone euro

Zone euro	France	Allemagne	Italie	Espagne
T1 1980 à T4 1980	T1 1980 à T3 1980	T1 1980 à T4 1980	T4 1980 à T3 1981	T4 1980 à T2 1981
T1 1992 à T1 1993	T1 1992 à T1 1993	T1 1992 à T2 1993	T1 1992 à T3 1993	T1 1992 à T2 1993
		T1 2001 à T4 2001	T1 2001 à T4 2001	
	T3 2002 à T2 2003	T3 2002 à T2 2003	T4 2002 à T2 2003	
T1 2008 à T2 2009	T1 2008 à T1 2009	T1 2008 à T1 2009	T1 2008 à T2 2009	T2 2008 à T4 2009

Source : Calculs Banque de France

1 *L'intitulé de la question est le suivant :* question 8=Factors limiting the production; answer F3S=Labour (% s.a. – quarterly question 8) – Total manufacturing.
2 *Sur ce point, voir également le* European Economic Forecast *de la Commission européenne publié à l'automne 2009*

.../...

Tableau B Évolution trimestrielle moyenne du taux de chômage, de la population active, du taux de participation, de l'emploi et du PIB au sein des principaux pays de la zone euro

(Évolution du taux de chômage et du taux de participation en pp, de la population, de l'emploi et du PIB en %)

		Taux de chômage	Population active	Taux de participation	Emploi	PIB
T2 2008 à T2 2009	Allemagne	- 0,03	0,07	0,12	0,03	- 1,58
	France	0,41	0,34	0,15	- 0,33	- 0,81
	Italie	0,20	- 0,20	- 0,18	- 0,35	- 1,62
	Espagne	1,73	0,30	0,16	- 1,79	- 1,13
T3 2009 à T2 2011	Allemagne	- 0,19	0,02	0,04	0,26	0,84
	France	- 0,01	0,09	- 0,04	0,16	0,40
	Italie	0,07	- 0,01	- 0,05	0,01	0,27
	Espagne	0,37	0,06	0,08	- 0,33	0,14

Sources : Eurostat (PIB), OCDE (marché du travail EO90), calculs Banque de France

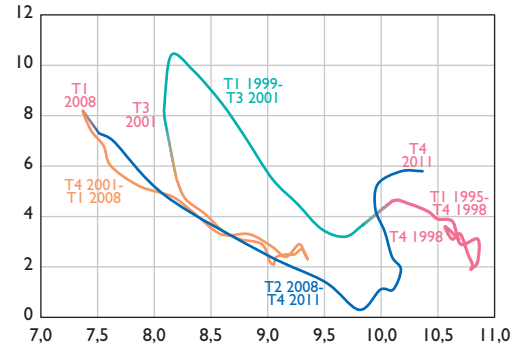
La courbe de Beveridge, représentation croisée du taux de chômage et des emplois vacants, met également en évidence ce phénomène (cf. graphique 3).

Au cours des quinze dernières années, la relation négative entre taux de chômage et emplois vacants est globalement vérifiée. Toutefois, des mouvements dans le temps de la courbe de Beveridge de et vers l'origine des axes (déplacement), ainsi qu'une modification de sa pente se sont également produits. Quatre sous-périodes sont distinguées dans le tableau 1.

La période 2001-2008 (en orange sur le graphique 3) représente la période la plus favorable sur le marché du travail en zone euro. En effet, la pente de la courbe de Beveridge y est supérieure en valeur absolue à la valeur moyenne observée sur la période d'ensemble et la courbe est proche de l'origine des axes, signe d'une bonne adéquation de l'offre et de la demande sur le marché du travail. À l'inverse, les années 1995-1998 ont été caractérisées par un taux de chômage élevé, réagissant aux hausses des emplois vacants de façon moins marquée qu'au cours de la période récente.

Graphique 3 Courbe de Beveridge en zone euro (1995-2011)

(axe des abscisses : taux de chômage en % ; axe des ordonnées : facteurs limitant la production : travail, en % des réponses)



Sources : Commission européenne ; Eurostat

Tableau 1 Position et pente de la courbe de Beveridge en zone euro

	Position par rapport à l'origine des axes	Pente de la courbe (a)
T1 1995 à T4 1998	Éloignée	- 0,215
T1 1999 à T3 2001	Intermédiaire	- 0,230
T4 2001 à T1 2008	Proche	- 0,354
T2 2008 à T4 2011	Proche, puis éloignement depuis 2010	- 0,218
T1 1995 à T4 2011		*- 0,285*

(a) coefficients de régression linéaire calculés sur la relation u = f(v) à travers la méthode des MCO
Source : Calculs Banque de France

Depuis la fin de l'année 2009, la courbe de Beveridge se déplace vers la position qui était la sienne durant la période 1995-1998. Ceci pourrait signaler l'émergence de difficultés d'appariement de l'offre et de la demande de travail depuis la sortie de récession, puisqu'à un taux d'emplois vacants identique correspond un taux de chômage plus élevé que lors des années d'avant-crise (10,4 % au quatrième trimestre 2011, contre 8,6 % en moyenne au cours de la période T4 2001-T1 2008)[7]. Parallèlement à l'éloignement de l'origine des axes, la courbe de Beveridge a vu sa pente fortement baisser depuis la fin de l'année 2009 (ceci coïncide avec une pente proche de la verticale dans la relation inverse représentée dans le graphique 3), avec un taux de chômage ne répondant que faiblement aux variations des tensions sur le marché du travail, voire en progression depuis début 2011. La progression (marginale) de la population active explique pour partie la résistance à la baisse du taux de chômage, l'emploi ayant pour sa part stagné depuis la sortie de récession (voir tableau 2). Toutefois, la stagnation de l'emploi dans un contexte de tensions croissantes sur le facteur travail est en soi un signe de difficultés sur le marché du travail, pouvant être liées à une détérioration de l'appariement de l'offre et de la demande.

En conclusion, le déplacement de la courbe de Beveridge, accompagné d'un mouvement quasi vertical, met en évidence une détérioration dans le fonctionnement du marché du travail en zone euro pouvant signaler une hausse du chômage structurel. Comme il sera démontré dans la suite de l'article, l'Allemagne – et plus récemment la France – contribuent particulièrement à la hausse des tensions sur le marché du travail alors qu'en Espagne le chômage se maintient à un niveau élevé. La conjonction de ces deux situations opposées contribue à maintenir la courbe loin de l'origine des axes tout en affaiblissant le lien négatif entre tensions et chômage, ce qui pourrait amplifier les risques d'hystérèse.

3| Les courbes de Beveridge des principaux pays de la zone euro : des situations contrastées

À l'exception de l'Espagne, les courbes de Beveridge nationales se sont rapprochées de l'origine des axes entre 1995 et 2011. Toutefois, ce déplacement ne s'est pas effectué de façon uniforme au sein des pays[8].

En Allemagne, la courbe de Beveridge s'est de fait nettement éloignée de l'origine des axes au cours des années 2003-2005, période d'entrée en vigueur des réformes Hartz qui visaient à améliorer le fonctionnement du marché du travail[9]. Ce paradoxe peut s'expliquer par une hausse, au cours des années 2004-2006, du taux de participation de la population en âge de travailler et donc de la population active qui était un des objectifs des lois Hartz[10].

Tableau 2 Évolution du taux de chômage, de la population active, du taux de participation, de l'emploi et du PIB dans la zone euro

(Évolution du taux de chômage, du taux de participation en pp, de la population active, de l'emploi et du PIB en %)

Évolution trimestrielle moyenne	Taux de chômage	Population active	Taux de participation	Emploi	PIB
T1 1995 à T2 2011	**- 0,01**	**0,22**	**0,10**	**0,23**	**0,41**
T1 1995 à T4 1998	- 0,05	0,23	0,10	0,28	0,53
T1 1999 à T3 2001	- 0,17	0,27	0,13	0,46	0,72
T4 2001 à T1 2008	- 0,02	0,27	0,12	0,30	0,51
T2 2008 à T2 2009	0,42	0,09	0,04	- 0,45	- 1,30
T3 2009 à T2 2011	0,06	0,04	0,00	0,01	0,46

Note : zone euro à 15 pays
Sources : Eurostat (PIB), OCDE (marché du travail EO90), calculs Banque de France

7 *À l'identique, la BCE, dans son* Bulletin *d'octobre 2010 et sur la base de données des emplois vacants de T1 2006 à T2 2010, note que la courbe de Beveridge pour la zone euro s'est déplacée vers son origine de début 2007 jusqu'au T3 2009, et s'en écarte de façon « marquée » depuis, ce qui pourrait signaler une efficacité moindre dans l'appariement de l'offre et de la demande.*

8 *Par commodité, et pour permettre une meilleure lecture des graphiques, les courbes de Beveridge nationales emploient les mêmes intervalles temporels et codes couleurs utilisés pour la courbe de Beveridge en zone euro.*

9 *Cf. encadré 2*

10 *Ce paradoxe a été analysé dans une étude de Buhr* et al. *(2007). Par exemple, en requalifiant des personnes recevant une aide sociale en chômeurs (l'objectif étant de donner de meilleurs chances d'intégration aux "outsiders", personnes ne participant pas au marché du travail), la loi Hartz I a pu accroître la population active. L'impact attendu des lois Hartz sur l'amélioration du fonctionnement du marché du travail en Allemagne peut donc avoir été décalé dans le temps.*

ENCADRÉ 2

Marché du travail en Allemagne, en France, en Italie et en Espagne : principales réformes introduites au cours de la période 1994-2011

Allemagne :

• **2003-2005 :** *réformes Hartz, ensemble de quatre lois visant à réformer le marché du travail en Allemagne, notamment dans le secteur des services, incluant des mesures d'incitation de retour à l'emploi. Elles comprennent notamment la simplification des procédures d'embauche (loi Hartz I), la création du « Minijob », un contrat de travail temporaire bénéficiant d'une imposition fiscale plus faible, et du « Midijob », un contrat à salaire borné entre 400 et 800 euros par mois (loi Hartz II), une restructuration des services fédéraux et régionaux de l'emploi (loi Hartz III), des conditions de quantification et de versement d'indemnités de chômage plus restrictives (loi Hartz IV). Les quatre lois ont pris effet entre le premier janvier 2003 et le premier janvier 2005.*

Hors réformes Hartz, des mesures de flexibilisation du marché du travail ont été mises en œuvre, visant à assouplir la protection contre les licenciements abusifs (2004).

• **2009 :** Kurzarbeit *(ou temps partiel). Le temps partiel est un instrument récurrent des politiques d'emploi en Allemagne. Toutefois, lors de la crise de 2008-2009, le recours au temps partiel a été favorisé par la mise en place de subventions plus généreuses. À son pic, plus de 1,5 millions de salariés (3,5 % de la population active) travaillaient dans le cadre d'un accord de temps partiel, principalement dans le secteur manufacturier.*

France :

• **1998 et 2000 :** *lois Aubry sur la réduction du temps de travail, fixant la durée légale du travail salarié à temps plein à 35 heures hebdomadaires en moyenne annuelle (39 heures précédemment), en échange d'une plus grande flexibilité des horaires. L'objectif affiché était la création d'emplois et la relance de l'économie. Ces lois prônaient une réduction du temps de travail négociée, avec la signature d'accords devant notamment fixer les modalités de passage aux 35 heures. La loi sur la réduction du temps de travail comportait également des dispositions relatives au maintien du pouvoir d'achat des salariés.*

• **2001 :** *convention UNEDIC faisant jouer au régime d'assurance chômage un rôle plus actif dans l'aide au retour à l'emploi et du renforcement des missions – et des moyens – de l'ANPE pour qu'elle assure une prise en charge de tous les demandeurs d'emploi dès leur inscription en adaptant les services qui leur sont proposés aux caractéristiques et difficultés de chacun.*

• **2009 :** *fusion de l'ANPE et du réseau des Assedic au sein de Pôle emploi. Cette fusion crée un organisme unique chargé à la fois d'indemniser les chômeurs et de faciliter leur recherche d'emploi.*

Italie :

• **1997 :** *réforme (loi Treu) visant à promouvoir l'emploi et à lutter contre le travail au noir, ainsi que la flexibilité abusive, à travers l'introduction et la réglementation non extraordinaire (pour la première fois dans le système juridique italien) de nombreux contrats de travail de type contrat à durée déterminée (CDD), entre autres le contrat de travail temporaire, le contrat de travail à temps partiel et le contrat de formation-travail. Enfin, la loi introduit et réglemente les agences privées de travail temporaire.*

• **2003 :** *réforme (loi Biagi) visant à augmenter la flexibilité du marché du travail et augmenter le taux d'emploi. Dans l'esprit de la réforme de 1997, la loi de 2003 amplifie la flexibilité et l'insertion dans le marché à travers l'introduction et la modification de nombreux contrats de travail, entre autres quatre nouveaux types de contrat : intermittents, partagés, occasionnels, d'insertion. Des mécanismes d'incitation fiscale ont été mis en place pour favoriser l'adoption des nouveaux contrats de travail par les entreprises (déjà depuis l'année deux mille, des crédits d'impôt aux entreprises avaient été introduits pour favoriser les embauches en contrat à durée indéterminée — CDI). Parallèlement à la législation contractuelle, la loi Biagi prévoit une restructuration du système des agences pour l'emploi.*

.../...

Espagne :

- ***1994 :*** *réforme visant à réduire le chômage et la croissance tendancielle des embauches en CDD, à travers la modification des contrats de travail en vigueur. Entre autres mesures figurent la suppression de la loi d'incitation à l'emploi pour réduire la précarité, l'introduction des contrats d'apprentissage pour faciliter l'insertion des jeunes dans le marché du travail, et la création des mécanismes légaux visant la mobilité sectorielle et géographique. En contrepartie, des mesures de licenciement individuel et collectif peuvent être désormais adoptées par les entreprises en difficulté économique.*

- ***1997 et 2001 :*** *nouvelles réformes visant à corriger définitivement la recrudescence des embauches CDD, qui ont concerné jusqu'à 35 % des emplois depuis la réforme de 1994. Sont adoptées, entre autres, la création de la loi d'incitation aux embauches en CDI, qui compte aussi une moindre taxation sur ces contrats, et des modifications des contrats de formation (qui avaient partiellement remplacé et amélioré les contrats d'apprentissage en 1997), à temps partiel et d'insertion.*

- ***2006 :*** *face aux modestes résultats obtenus par les réformes précédentes sur le terrain de la réduction de la dualité du marché du travail, cette nouvelle réforme introduit des nouveaux mécanismes pour favoriser les embauches en CDI et la conversion de CDD en CDI, ainsi que plus de transparence et de limites à l'utilisation séquentielle des contrats temporaires.*

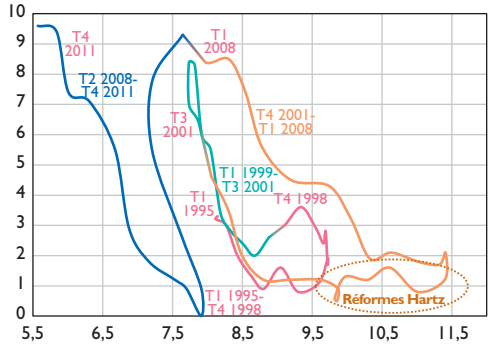
- ***2010 :*** *nouvelle réforme visant à lutter contre la hausse du chômage et à réduire l'impact des CDD à travers un système d'incitations fiscales pour les entreprises embauchant en CDI. En contrepartie, la loi introduit un net assouplissement des coûts liés à la conclusion du contrat et à la compensation du salarié. Des nouvelles mesures affectent aussi l'application et la suspension des accords issus de la négociation collective, introduisent le chômage partiel, et favorisent l'embauche des jeunes et des chômeurs à travers une réduction ciblée des cotisations sociales.*

Des changements méthodologiques ont également été introduits dans les statistiques de population active à partir de 2005, brouillant quelque peu la lecture de la courbe de Beveridge sur cette période.

En Italie, la dynamique de la courbe de Beveridge au cours des quinze dernières années signalerait une amélioration de l'appariement du marché du travail. Cependant cette dynamique apparaît caractérisée par une longue phase de transition, entre 2000 et 2005, pendant laquelle la relation négative entre taux de chômage et emplois vacants n'est pas vérifiée. Durant cette période, la courbe de Beveridge s'est déplacée vers l'origine des axes, produisant une réduction durable du taux de chômage d'environ trois points de pourcentage. L'entrée en vigueur en 1997 et en 2003 des principales réformes structurelles du marché du travail (les lois Treu et Biagi, respectivement, ayant notamment permis l'introduction de nouveaux contrats de travail plus

Graphique 4 Courbe de Beveridge en Allemagne (T1 1995-T4 2011)

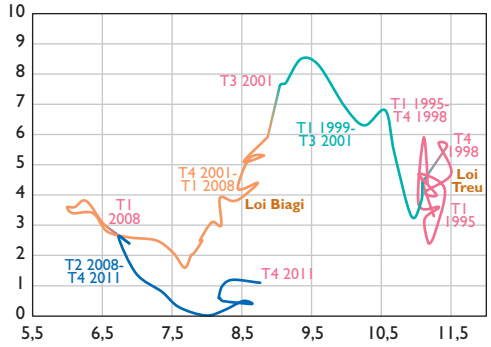
(axe des abscisses : taux de chômage en % ; axe des ordonnées : facteurs limitant la production : travail, en % des réponses)



Sources : Commission européenne ; Eurostat

Graphique 5 Courbe de Beveridge en Italie (1995-2011)

(axe des abscisses : taux de chômage en % ; axe des ordonnées : facteurs limitant la production : travail, en % des réponses)



Sources : Commission européenne ; Eurostat

flexibles [11]) semble avoir contribué à la transition, même si les chiffres montrent que cette dynamique a commencé un peu avant.

En France, le déplacement de la courbe de Beveridge au début des années deux mille peut s'expliquer à la fois par l'enrichissement de la croissance en emplois sur la période 1998-2002 suite à la réduction de la durée légale du travail à 35 heures (Gubian *et al.*, 2005), mais également par les réformes mises en place en 2001 visant à mieux encadrer la recherche d'emploi [12].

La pente plus ou moins marquée des courbes de Beveridge (inversées) nationales est une autre caractéristique distinctive : très fléchie en Allemagne, intermédiaire en France et en Italie, plus plate en Espagne. Le fait que, en moyenne sur la période 1995-2011, le taux de chômage en Espagne ait reculé avec la hausse des emplois vacants de façon proportionnellement plus élevée que chez ses partenaires européens s'explique par la répartition sectorielle des créations d'emplois (essentiellement dans les services et la construction), alors que les créations d'emplois dans l'industrie, et avec elles les emplois vacants reportés dans l'enquête de la Commission européenne, ont peu progressé au cours de la même période.

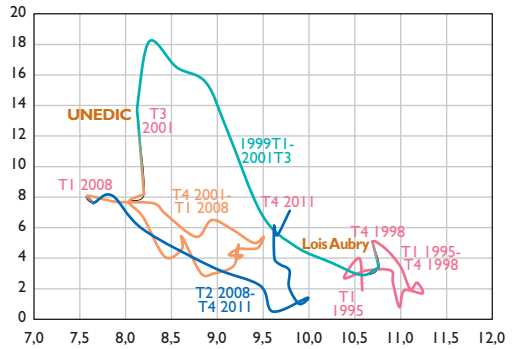
Depuis la sortie de récession, les indicateurs font état du maintien de situations contrastées au sein des principaux pays de la zone euro. En effet, depuis fin 2009, la courbe de Beveridge a peu bougé en Italie, alors qu'elle s'est rapprochée de l'origine des axes en Allemagne et qu'elle tend à s'en éloigner en France et en Espagne, où le taux de chômage a augmenté de façon proportionnellement plus forte que la baisse observée des emplois vacants.

En Espagne, la situation du marché du travail apparaît particulièrement préoccupante, avec un taux de chômage continuant à progresser malgré la hausse (modeste) des emplois vacants. Ces difficultés d'appariement sur le marché du travail pourraient signaler une hausse du chômage structurel. Toutefois, il n'y a pas eu de baisse de la population active, qui aurait témoigné d'un phénomène de découragement et l'offre de travail n'a fléchi qu'à travers une diminution importante du flux migratoire net à destination de l'Espagne [13].

Le phénomène inverse est observé en Allemagne, où la reprise des emplois vacants fin 2009 a entraîné une baisse du taux de chômage un peu plus élevée que celle qui aurait eu lieu sur la courbe précédente. Depuis la sortie de récession, l'évolution la plus

Graphique 6 Courbe de Beveridge en France (T1 1995-T4 2011)

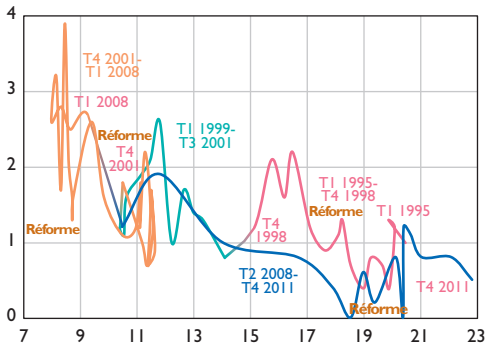
(en % ; axe des abscisses : taux de chômage ; axe des ordonnées : facteurs limitant la production : travail, % des réponses)



Sources : Commission européenne ; Eurostat

Graphique 7 Courbe de Beveridge en Espagne (1995-2011)

(en % ; axe des abscisses : taux de chômage ; axe des ordonnées : facteurs limitant la production : travail, % des réponses)



Sources : Commission européenne ; Eurostat

11 *Cf. encadré 2. L'année suivant leur introduction, les contrats « atypiques » conçus par la loi Biagi représentaient 70 % des créations d'emplois selon une étude Ires-Cgil de 2005, ce qui pourrait expliquer la survenance simultanée d'une baisse du taux de chômage et d'une stagnation des emplois vacants au cours des années 2004-2007. Sur cette période, en effet, le chômage a baissé de 26 % alors que l'emploi salarié ne progressait que de 6 %.*

12 *Lois Aubry de 1998 et 2000. Cf. encadré 2*

13 *Selon la base de données* International Migration *de l'OCDE, le flux migratoire net de personnes étrangères à destination de l'Espagne a connu un pic de 722 000 personnes en 2007, pour ralentir à 460 000 en 2008 et 181 000 en 2009. Les données préliminaires pour 2010 (source INE) font état d'un flux migratoire net de 58 000 personnes. Voir également le Tableau B dans l'Encadré 1.*

impressionnante concerne toutefois le déplacement de la courbe de Beveridge vers l'origine des axes, accompagné d'une hausse du taux de participation à 81 % au deuxième trimestre 2011. Il est intéressant de noter que la courbe de Beveridge s'était déjà repliée une première fois vers l'origine des axes au moment du déclenchement de la crise en 2008. En effet, les mesures de soutien à l'emploi négociées par les partenaires sociaux et le gouvernement allemand en 2009 (baisse des heures travaillées, gel des salaires, comptes épargne-temps) semblent avoir permis l'émergence d'un « miracle allemand » du marché du travail, fruit d'un ensemble de mesures visant à sauvegarder l'emploi et à éviter une hausse du taux de chômage malgré la baisse des emplois vacants (Burda et Hunt, 2011). La pentification de la courbe s'en est trouvée accentuée et aurait pu induire une certaine inélasticité du taux de chômage aux emplois vacants lors de la reprise — ce qui n'a clairement pas été le cas, puisque la courbe de Beveridge s'est de nouveau rapprochée de l'origine des axes. L'extension des mesures de soutien à l'emploi jusqu'en 2012, qui se manifeste sous la forme d'un nombre encore important d'heures de travail à temps partiel, peut en partie expliquer ce phénomène. Cependant, il ne peut être exclu que le marché du travail allemand soit aujourd'hui proche de son niveau de chômage naturel, se traduisant par des tensions sur certains segments d'activité [14].

L'effet de la récession de 2008-2009 sur les courbes de Beveridge a été plus modéré en France et en Italie. En France, si la récession semble ne pas avoir eu d'incidence majeure sur la position et la pente de la courbe de Beveridge, la hausse des emplois vacants observée dans le secteur manufacturier depuis le deuxième trimestre 2010 n'a pas eu pour effet de faire reculer le taux de chômage, provoquant un écartement de la courbe de l'origine des axes. Cet écartement apparaît encore plus marqué au cours de l'année 2011, où la pente de la courbe de Beveridge s'est fortement approchée de la verticale. Une détérioration du fonctionnement du marché du travail en France au cours de la période récente n'est donc pas à exclure, bien que la hausse de la population active ait pour partie neutralisé les effets de la hausse de l'emploi sur le taux de chômage [15].

En Italie, la récession de 2008 ne semble pas avoir provoqué de rupture dans la courbe de Beveridge, mais plutôt un déplacement le long de cette dernière. La hausse des emplois vacants dans le secteur manufacturier depuis fin 2009 apparaît encore marginale pour permettre un recul du taux de chômage. De fait, contrairement à l'Allemagne et la France, l'économie italienne n'a pas créé d'emplois depuis le retour de la croissance au troisième trimestre 2009.

4| Un accroissement du chômage structurel en zone euro ? Causes et perspectives

Dans les paragraphes précédents, la quasi-inélasticité récente du taux de chômage de la zone euro, relativement à la hausse des emplois vacants, a été mise en évidence à partir d'une analyse de la courbe de Beveridge. Ce résultat moyen est guidé par les cas polaires de l'Allemagne et de l'Espagne. En effet, depuis le déclenchement de la crise, la courbe de Beveridge s'est écartée de l'origine des axes de façon notable en Espagne, alors qu'elle s'est déplacée dans le sens opposé en Allemagne. Dans le cas espagnol, les signes sont ceux d'une hausse possible du chômage structurel, alors que dans le cas allemand la baisse du taux de chômage, couplée avec une hausse conjoncturelle des tensions (déplacement vers la partie haute de la courbe) tendrait à conforter l'hypothèse d'une baisse du chômage structurel.

Un des facteurs pouvant expliquer la hausse du chômage structurel en Espagne est le manque de mobilité sectorielle de la main d'œuvre. Des travaux de recherche ont en effet démontré des relations de causalité entre destruction massive d'emplois dans certains secteurs économiques, difficultés de réallocation des travailleurs issus de ces secteurs d'activité et effets d'hystérèse sur le chômage de court et long terme (Arpaia et Curci, 2010). La dispersion des évolutions sectorielles de l'emploi s'est en effet accrue dans les principaux pays de la zone euro au cours de la récession de 2008-2009, plus fortement en Espagne. Alors qu'en France, Allemagne et Italie la destruction d'emploi a affecté principalement le secteur industriel, en Espagne le secteur de la construction a été au cœur de l'augmentation du chômage, reflétant le poids probablement excessif pris par le secteur immobilier dans l'économie espagnole

14 Ce risque est souligné dans les prévisions d'automne 2011 de la Commission européenne.
15 Cf. encadré 1, tableau B

pendant les années deux mille. Étant aussi donné les caractéristiques productives du secteur immobilier (forte intensité en main-d'œuvre) et les caractéristiques du bien produit (durabilité), il n'est pas surprenant que l'activité dans ce secteur ait subi un arrêt très marqué entre 2008 et 2009 conduisant à une forte hausse des licenciements. Le problème de la réallocation des travailleurs issus du secteur de la construction, généralement peu qualifiés, dans un contexte de reprise modérée de la demande et de l'ajustement lent du stock immobilier excédentaire pourrait ainsi avoir des effets négatifs durables sur le chômage.

D'autres facteurs peuvent aider à la compréhension et à la mise en perspective des faits stylisés sur la courbe de Beveridge qui sont évoqués dans cette étude. Parmi ceux-ci, la littérature économique s'est souvent tournée vers les réformes structurelles mises en place sur le marché du travail. Si certains auteurs interprètent le cas allemand comme le résultat de l'ensemble de mesures anticrise et de réformes structurelles (Fahr et Sunde, 2009 ; Klinger et Rothe, 2010), le délai avec lequel les réformes Hartz se sont potentiellement manifestées laisse pressentir que les réformes structurelles adoptées en Espagne en 2010 pourraient ne pas être suffisantes pour faire reculer le taux de chômage dans un horizon proche.

Enfin, un autre facteur qui semble particulièrement affecter l'Espagne est représenté par la mobilité et la dispersion régionales de l'emploi. Comme l'ont montré Bentolila *et al.* (2010), en comparaison avec la France, la basse mobilité interrégionale de l'emploi a joué un rôle important dans l'impact de la récession en Espagne. En effet, la corrélation entre la destruction régionale d'emplois (et, par suite, le chômage régional) et le poids du secteur de la construction dans chaque région est très élevé, ce qui met l'accent sur le problème des dispersions sectorielles évoqué plus en haut.

Pour conclure, le maintien d'une dispersion sectorielle élevée en période de sortie de crise, couplé aux dispersions régionales et à l'incertitude qui entoure le calendrier et l'efficacité des réformes du marché du travail, conforterait les conclusions de l'analyse macroéconomique basée sur la courbe de Beveridge : une baisse du chômage structurel en Allemagne, l'émergence d'un chômage structurel en Espagne et une éventuelle phase de stabilité du chômage structurel en Italie. Pour la France, les signes de détérioration du marché du travail apparaissent plus marqués, faisant craindre une hausse du chômage structurel.

Bibliographie

Arpaia (A.) et Curci (N.) (2010)
"EU labour market behaviour during the great recession", *European Economy – Economic Papers*, n° 405

Banque centrale européenne (2010)
Bulletin mensuel, octobre

Banque centrale européenne (2012)
"2012 structural issues report. Euro area labour markets – before, during and after the crisis", *Occasional Paper* (à paraître)

Bentolila (S.), Cahuc(P.), Dolado (J. J.) et Le Barbachon (T.) (2010)
"Two-tier labor markets in the great recession: France vs. Spain", *IZA Discussion Paper*, n° 5340

Blanchard (O. J.) et Diamond (P.) (1989)
"The Beveridge curve", *Brookings Papers on Economic Activity*, 20(1), 1-76

Blanchard (O. J.) et Summers (L. H.) (1987)
"Hysteresis in unemployment", *European Economic Review*, 31(1-2), 288-295

Buhr (D.) et Schmid (J.) (2007)
"Big reform with little effect? Labour market and employment policy in germany", *CAP Working Paper*, Université de Munich

Burda (M. C.) et Hunt (J.) (2011)
"What explains the german labor market miracle in the great recession?", *Brookings Papers on Economic Activity*, 42(1), 273-335

Center for Economic Policy Research (2009)
"Euro area business cycle dating committee: Determination of the 2008 Q1 peak in economic activity"

Center for Economic Policy Research (2010)
"Euro area business cycle dating committee: Determination of the 2009 Q2 trough in economic activity"

Commission européenne (2009)
European Economic Forecast, automne

Commission européenne (2011)
European Economic Forecast, automne

Cotis (J. P.) et Coppel (J. G.) (2005)
"Business cycle dynamics in OECD countries: Evidence, causes and policy implications", in Kent (C.) et David (N.) (editeurs), *The Changing Nature of the Business Cycle*, RBA Annual Conference Volume, Reserve Bank of Australia

Dow (C. R.) et Dicks-Mireaux (L.) (1958)
"The excess demand for labour: A study of conditions in Great Britain, 1946-1956", *Oxford Economic Papers*, 10(1), 1-33

Gubian (A), Jugnot (S.), Lerais (F.) et Passeron (V.) (2005)
« Les effets de la RTT sur l'emploi : des simulations *ex ante* aux évaluations *ex post*", *INSEE Économie et Statistique*, n° 376-377.

Fahr (R.) et Sunde (U.) (2009)
"Did the Hartz reforms speed up the matching process? A macro-evaluation using empirical matching functions", *German Economic Review*, 10(3), 284-316

Klinger (S.) et Rothe (T.) (2010)
"The impact of labour market reforms and economic performance on the matching of short-term and long-term unemployed", *IAB Discussion Paper*, n° 13/2010

Petrongolo (B) et Pissarides (C. A.) (2001)
"Looking into the black box: A survey of the matching function", *Journal of Economic Literature*, 39(2), 390-431

Roed (K.) (1997)
"Hysteresis in unemployment", *Journal of Economic Surveys*, 11(4), 389-418

Les politiques budgétaire et monétaire à la suite de la crise financière

Synthèse de la conférence BDF/EABCN/EJ/PSE des 8 et 9 décembre 2011

Matthieu BUSSIÈRE et Pascal TOWBIN

Direction des Études et des Relations internationales et européennes

Service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales

La crise financière, qui a débuté avec la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, a conduit les autorités budgétaires et monétaires à travers le monde à mettre en œuvre une série de mesures sans précédent dans l'histoire économique moderne. La conférence, qui s'est tenue à Paris les 8 et 9 décembre, avait pour objectif de réunir des universitaires et des décideurs de premier plan pour présenter les travaux analytiques récents et procéder à des échanges de vues sur certaines questions complexes qui ont appelé les réponses des pouvoirs publics et des banques centrales à la crise financière.

Cette conférence était organisée en collaboration avec la Paris School of Economics (PSE), *dans le cadre de l'accord de partenariat entre la Banque de France, le* Euro Area Business Cycle Network (EABCN) *(réseau sur le cycle économique conjoncturel dans la zone euro) et* The Economic Journal [1]. *Elle s'est tenue à la Maison des sciences économiques sous les auspices de la* Paris School of Economics.

La conférence comportait six sessions et s'est conclue par une table ronde réunissant les participants. Les principaux thèmes abordés durant ces deux jours comprenaient les multiplicateurs budgétaires (dans quelle mesure l'activité réelle réagit-elle aux modifications de la politique budgétaire, l'assainissement budgétaire, la dette publique (y compris le risque de défaut), le rôle des marchés financiers et des anticipations des agents du secteur privé et l'interaction entre la politique budgétaire et la politique monétaire (en incluant une perspective macroprudentielle). Les études présentées au cours de la conférence utilisaient différentes méthodes, certaines s'appuyant sur des travaux empiriques et d'autres sur des modèles théoriques, mais toutes avaient pour objectif clair de parvenir à une meilleure compréhension des politiques budgétaire et monétaire et des niveaux de dette considérables accumulés dans certains des principaux pays et régions du monde.

Dans l'ensemble, les débats ont reflété les progrès rapides de la recherche dans ce domaine. En particulier, grâce à des améliorations des méthodes d'estimation statistique, on dispose à présent d'une meilleure connaissance des facteurs qui déterminent l'ampleur du multiplicateur budgétaire. Les progrès rapides des travaux de recherche sur la politique budgétaire ont également permis de mieux comprendre et de modéliser les effets de l'assainissement budgétaire. Enfin, les études présentées ont contribué à enrichir le débat sur le rôle de la politique monétaire, notamment dans le contexte des bulles des prix d'actifs : même si la conférence n'a pas permis d'apporter une réponse définitive à la question de savoir si les banques centrales devaient « aller à contre-courant des mouvements de prix d'actifs », elle a donné lieu à des échanges productifs entre universitaires et décideurs sur cette question et ouvert la voie à de nouveaux travaux de recherche sur ce sujet.

Mots clés : dette publique, assainissement budgétaire, politique monétaire, crises financières, prix d'actifs

Codes JEL : F02, F1, F23, F31, F32, F36, F42

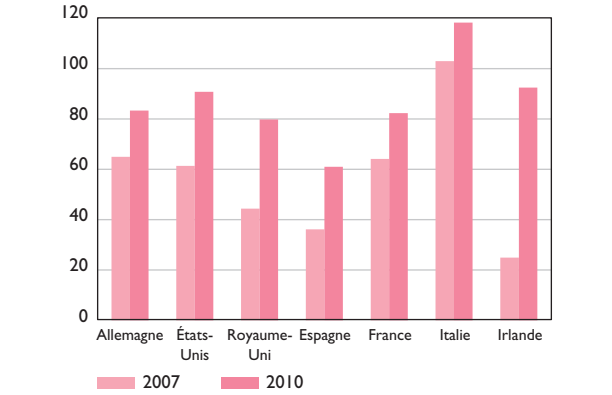
1 *Cf. le programme dans son intégralité à l'adresse suivante :* http ://www.parisschoolofeconomics.eu/fr/actualites/8-9-dec-fiscal-and-monetary-policy-in-the-aftermath-of-the-financial-crisis-paris/

1| Assainissement budgétaire et croissance économique

Les niveaux de la dette publique et les déficits budgétaires se sont considérablement accrus depuis le début de la crise financière (cf. graphiques 1 et 2), posant la question de leur soutenabilité et des stratégies d'assainissement appropriées. Les mesures budgétaires correctrices sont en effet une conséquence naturelle de niveaux d'endettement jugés non soutenables. De telles corrections peuvent généralement s'effectuer par le biais d'une réduction des dépenses publiques, de relèvements de la fiscalité ou d'une combinaison des deux. Toutefois, les approches traditionnelles de l'analyse de la soutenabilité de la dette ne prennent pas en compte les diverses incidences, sur la production, des différentes mesures d'assainissement budgétaire. Leandro Andrian, Julian Kozlowski et Alessandro Rebucci [2] analysent les conséquences de différentes stratégies de stabilisation budgétaire sur la production et l'ampleur de l'effort budgétaire global requis. À cet effet, les auteurs étudient deux modèles différents : premièrement, le modèle néo-classique avec dépenses publiques improductives et, deuxièmement, un modèle de croissance endogène avec dépenses productives. Cette étude conclut que, dans les deux modèles, les stratégies d'assainissement influent sur les résultats obtenus, c'est-à-dire le niveau d'équilibre de la consommation publique dans le modèle néo-classique et la croissance de la production dans le modèle de croissance endogène. Le poids relatif des réductions de dépenses ou des hausses d'impôts importe moins pour l'ampleur de l'assainissement budgétaire nécessaire. Dans l'ensemble, un calibrage du paramètre du modèle pour les États-Unis privilégie une stratégie d'assainissement essentiellement fondée sur des coupes budgétaires.

Graphique 1 Dette publique

(en % du PIB)



Source : OCDE

La question des multiplicateurs budgétaires peut être étudiée à l'aide de diverses techniques, qui aboutissent généralement à des estimations hétérogènes. Dans leur étude, Karel Mertens et Morten Ravn [3] déterminent comment des stratégies d'estimation alternatives, donnant des résultats différents, peuvent être combinées pour produire une estimation plus précise. Plus particulièrement, les auteurs se concentrent sur les modèles dits « vectoriels autorégressifs structurels » (SVAR), une approche économétrique dont l'objectif est d'identifier les chocs budgétaires exogènes et de les comparer avec les approches narratives, qui obéissent à la même finalité mais s'appuient sur l'analyse des débats politiques aboutissant aux prises de décision. Les auteurs associent ensuite les deux approches au sein d'un seul modèle synthétique et revisitent la question à l'aide de ce modèle amélioré. Les résultats montrent que les élasticités des revenus fiscaux aux variations de la production sont nettement plus fortes que ce que l'on estimait jusqu'à présent et que les effets de la politique fiscale sur la production sont importants (également à court terme).

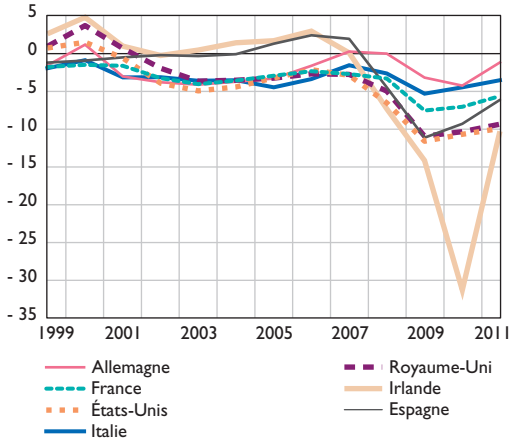
L'augmentation de la dette publique a coïncidé avec la redécouverte du risque souverain et avec un creusement des écarts de rendement des obligations souveraines. Comment la présence d'un risque souverain influence-t-elle l'effet des réductions des dépenses publiques sur l'activité économique ? Cette question est traitée par Giancarlo Corsetti, Keith Kuester, André Meier et Gernot Müller [4].

Les auteurs examinent un modèle néo-keynésien à frictions financières, dans lequel l'augmentation des primes de risque souverain accroît également les coûts d'emprunt pour le secteur privé. Les deux principaux résultats auxquels ils aboutissent sont liés au fait qu'une augmentation des primes de risque souverain freine la demande globale. Premièrement, le risque souverain peut susciter dans le secteur privé la croyance auto-réalisatrice en un affaiblissement de

2 *L. Andrian, J. Kozlowski et A. Rebucci :* "Debt sustainability with (or without) growth"
3 *K. Mertens et M. Ravn :* "Fiscal austerity with fiscal feedback and real balance effects"
4 *G. Corsetti, K. Kuester, A. Meier et G-J. Müller :* "Sovereign risk and the effects of fiscal retrenchment in deep recessions"

Graphique 2 Déficit budgétaire

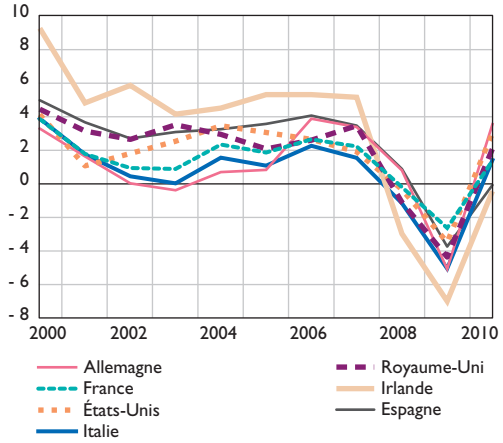
(en % du PIB)



Source : OCDE, Perspectives économiques

Graphique 3 Croissance du PIB

(en %)



Source : Données nationales

l'économie et à une indétermination de l'équilibre. La raison en est que la politique monétaire ne peut pas toujours compenser l'augmentation des primes de risque en réduisant les taux d'intérêt, étant limitée par la borne zéro des taux d'intérêt. Deuxièmement, le risque souverain réduit les multiplicateurs budgétaires, rendant l'effet de l'assainissement budgétaire moins récessif, voire expansionniste sous certains paramétrages.

Huixin Bi, Eric Leeper et Campbell Leith [5] examinent les effets de l'assainissement budgétaire dans un modèle néo-keynésien non linéaire, caractérisé par une incertitude quant au calendrier et à la composition des mesures d'assainissement. La probabilité d'un assainissement croît avec le niveau de la dette. Les auteurs identifient des interactions non linéaires significatives entre le niveau de la dette, l'orientation de la politique monétaire, la composition des mesures d'assainissement et les anticipations des agents. À de faibles niveaux d'endettement, les mesures d'assainissement reposant sur la fiscalité et les dépenses publiques sont pratiquement aussi efficaces pour stabiliser la dette. Lorsque les niveaux d'endettement sont plus élevés, les agents forment des anticipations d'assainissement budgétaire et ces effets d'anticipation commencent à jouer un rôle important. Les réductions de dépenses publiques sont plus utiles pour stabiliser la dette, leurs effets déflationnistes étant appelés à être compensés par une politique monétaire expansionniste. En revanche, les hausses de la fiscalité génèrent des tensions inflationnistes et suscitent une réponse de politique monétaire restrictive, défavorable à la dynamique de la dette. Les auteurs concluent que les nonlinéarités inhérentes posent de sérieuses difficultés à l'analyse standard de régression empirique, ce qui peut expliquer les résultats peu probants obtenus jusqu'ici.

2| Politique budgétaire et marchés financiers

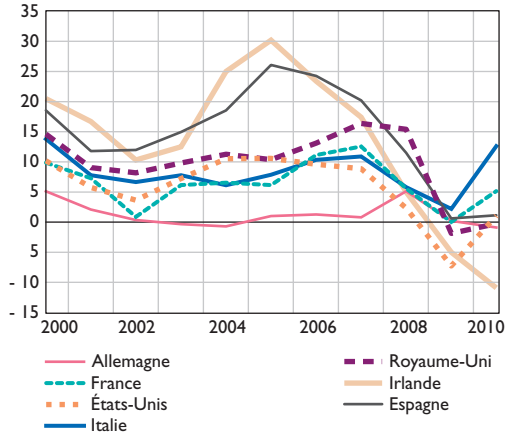
Les années antérieures à la crise ont été caractérisées par une forte augmentation de l'endettement des ménages et des créances sur le secteur privé dans plusieurs économies avancées (cf. graphique 4.)

Javier Andrés, José Boscá et Javier Ferri [6] examinent les effets de l'endettement des ménages sur la transmission des chocs de dépense publique dans un modèle néo-keynésien intégrant le chômage. Les ménages « impatients » empruntent auprès des ménages « patients » dans la limite de leurs capacités d'emprunt, tandis que le chômage découle des frictions de recherche et d'appariement. Les auteurs concluent qu'un niveau initial plus élevé d'endettement des ménages accentue les effets sur la production et qu'un choc de dépense publique positif a toujours

5 *H. Bi, E. Leeper et C. Leith :* "Uncertain fiscal consolidations"
6 *J. Andres, J. E. Boscá et J. Ferri :* "Household leverage and fiscal multipliers"

Graphique 4 Créances sur le secteur privé

(variation annuelle en %)



Source : FMI, International Financial Statistics

des conséquences favorables sur les postes vacants et sur l'emploi. En outre, le désendettement résultant d'une crise de crédit réduit le multiplicateur.

3| Dette, anticipations et politique monétaire

Stefano Eusepi, Marc Giannoni et Bruce Preston [7] s'écartent de l'hypothèse des anticipations rationnelles et analysent la transmission de la politique monétaire dans un contexte de connaissance imparfaite et d'incomplétude des marchés. Les ménages et les entreprises extrapolent les profils historiques observés pour prévoir les variables utiles à leur processus de décision. L'étude opère une distinction entre un premier cas dans lequel les anticipations des marchés financiers sont ancrées et un deuxième cas dans lequel elles ne le sont pas. Dans le cas de l'ancrage, la courbe des rendements est uniquement fonction des fondamentaux. En l'absence d'ancrage, le prix de la dette à long terme peut être indépendant des fondamentaux. La connaissance imparfaite affecte la politique monétaire optimale dans les deux cas. Si les anticipations sont ancrées, le lent ajustement des attentes en termes de taux d'intérêt limite la réactivité de la politique des taux aux conditions macroéconomiques, ce qui se traduit par une plus grande volatilité de la production et de l'inflation. Lorsque les anticipations ne sont pas ancrées, la politique de stabilisation dépend entièrement du taux à court terme courant, ce qui requiert des mesures d'ajustement agressives. Les auteurs montrent que dans ce cas la probabilité d'atteindre la borne zéro des taux d'intérêt augmente fortement.

Elisa Faraglia, Albert Marcet, Rigas Oikonomou et Andrew Scott [8] partent de l'observation empirique selon laquelle l'échéance moyenne et le taux d'inflation sont positivement corrélés d'un pays à l'autre. L'étude examine, par conséquent, la manière dont l'échéance moyenne de la dette publique influe sur le niveau optimal d'inflation dans un modèle d'équilibre général intertemporel stochastique (DSGE) à prix visqueux, à l'aide d'une méthode de solution non linéaire. Les auteurs privilégient deux canaux principaux. Premièrement, la hausse de l'inflation agit comme un impôt pour les entreprises et réduit les marges bénéficiaires monopolistiques. Deuxièmement, l'effet d'encaisse réelle réduit la valeur des obligations nominales. L'ampleur du second effet dépend dans une large mesure de la structure par échéances de la dette : une part plus élevée de dette à long terme accentue l'effet d'encaisse réelle et accroît le niveau optimal d'inflation. Les auteurs concluent que l'incidence de la structure par échéances sur l'inflation optimale est hautement non linéaire.

4| Les réponses de la politique monétaire aux cycles d'envolée des prix d'actifs

Jordi Galí [9] traite de la manière dont la politique monétaire doit réagir face à une bulle des prix d'actifs. Ses travaux sont motivés par la hausse rapide des prix d'actifs avant la crise (cf. graphique 5) et par la question de savoir si les banques centrales devaient « aller à contre-courant des mouvements de prix d'actifs » afin de prévenir les excès. L'auteur analyse cette question à l'aide d'un modèle à générations imbriquées et à prix visqueux, dans lequel des bulles rationnelles peuvent se former. Les résultats remettent en question l'explication communément admise selon laquelle

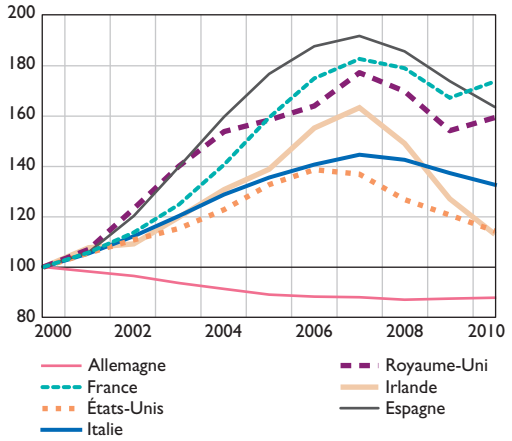
7 *S. Eusepi, M. Giannoni et B. Preston :* "Financial market expectations, debt and monetary policy"
8 *E. Faraglia, A. Marcet, R. Oikonomou et A. Scott :* "The impact of government debt maturity on inflation"
9 *J. Galí :* "Monetary policy and rational asset pricing bubbles"

le resserrement de la politique monétaire permet de contrer les bulles de prix d'actifs : la stabilisation d'une bulle nécessite de pratiquer une baisse des taux d'intérêt et une réponse plus forte à l'évolution des prix d'actifs accentue leur volatilité au lieu de l'atténuer. Un arbitrage est donc nécessaire entre l'objectif traditionnel de stabilisation de la demande globale et celui de stabilisation de la bulle.

Olivier Jeanne et Anton Korinek [10] comparent la politique macroprudentielle visant à prévenir les crises *ex ante* et l'approche consistant à « réparer les dégâts après coup », dont l'objectif consiste à remédier *ex post* aux conséquences d'une crise. Les auteurs considèrent un modèle dans lequel les agents sont occasionnellement soumis à des restrictions d'emprunt, dans lequel des externalités pécuniaires se produisent : les agents n'internalisent pas leurs effets sur le niveau global des prix d'actifs. Il existe donc une marge de manœuvre pour l'intervention publique, ce qui peut améliorer les résultats par le biais d'une taxation préventive de l'endettement et de la mise en œuvre de mesures de relance lorsque la crise se produit. L'étude conclut qu'il faut recourir aux deux stratégies : il est généralement optimal de mettre en œuvre en même temps des politiques macroprudentielles préventives *ex ante* et des mesures de relance *ex post*.

Graphique 5 Indice des prix des logements en termes réels

(base 100 = 2000)



Source : OCDE, Perspectives économiques

5| Les implications en termes de politiques publiques

La conférence s'est conclue par une table ronde. Les panélistes [11] (cf. Participants au colloque) ont examiné les conséquences de la crise financière mondiale et des turbulences au sein de la zone euro pour les politiques budgétaire et monétaire actuelles et futures. Pierre Jaillet a ouvert le débat en soulignant les écarts de *spreads* constatés entre les différents pays présentant des fondamentaux similaires et en remettant en question la capacité des marchés en proie à des tensions à établir une distinction pertinente entre les dettes publiques. S'agissant de la définition et de la mise en œuvre de la politique macroprudentielle, il a insisté sur les questions de coordination liées à la participation d'acteurs (c'est-à-dire les autorités publiques, les autorités bancaires et les banques centrales) dont les objectifs et les échéances sont différents. Daniel Cohen a fait part de sa crainte d'une future contraction économique majeure et établi un parallèle entre le carcan de l'étalon-or dans les années trente et la situation actuelle dans la zone euro. Dans les deux cas, les pays se livraient concurrence, s'efforçant de paraître plus stables les uns que les autres sur le plan budgétaire. Pier Carlo Padoan a examiné les questions pratiques relatives aux estimations de l'espace budgétaire entreprises par l'OCDE et souligné les difficultés inhérentes à l'évaluation de la soutenabilité, l'exercice étant sensible aux projections de taux d'intérêt et de taux de croissance. Ces difficultés compliquent la formulation d'avis quant à la réforme budgétaire la plus appropriée. Albert Marcet a souligné le fait que l'analyse de la soutenabilité était encore plus complexe lorsque les anticipations n'étaient pas totalement rationnelles. Il a illustré les problèmes par un modèle simple fondé sur l'apprentissage bayésien : dans ce type de modèle, les prix peuvent s'écarter des fondamentaux et des bulles peuvent se former. Frank Smets a noté que les interactions entre la dette souveraine et le secteur bancaire étaient des facteurs importants du ralentissement actuel. En outre, il a insisté sur la nécessité de renforcer la coordination au sein de la zone euro et constaté un partage des risques insuffisant entre les banques de la zone.

10 *O. Jeanne et A. Korinek :* "Macroprudential regulation versus mopping up after the crash"
11 *D. Cohen, P. Jaillet, A. Marcet, PC. Padoan et F. Smets*

La crise financière qui a débuté à l'automne 2008 a posé des défis majeurs aux responsables de la politique économique et mis en lumière l'importance des politiques budgétaire et monétaire dans un contexte mondial. À l'évidence, les débats ne permettent pas de tirer des conclusions définitives, mais la conférence a permis aux chercheurs dans ce domaine de présenter quelques-unes de leurs principales conclusions et d'en débattre avec les praticiens. En particulier, la question de longue date au sujet des multiplicateurs budgétaires est actuellement réexaminée à l'aide de méthodes statistiques modernes, qui permettent de mieux comprendre leur ampleur et leurs déterminants. De même, la question de savoir si la politique monétaire doit « aller à contre-courant des mouvements de prix d'actifs » et réagir face aux bulles de prix d'actifs fait activement l'objet de recherches et de discussions, comme en témoigne la qualité des travaux présentés durant la conférence.

Participants au Colloque

Les auteurs et les panélistes :

- *J. Andres, J. E. Boscá et J. Ferri (Universitat de València)*
- *L. Andrian et A. Rebucci (Inter-American Development Bank – IADB)*
- *H. Bi (Bank of Canada)*
- *F. Bilbiie (PSE, université Paris I Panthéon-Sorbonne et CEPR)*
- *D. Cohen (École normale supérieure et PSE)*
- *G. Corsetti (Cambridge University et CEPR)*
- *G. Eggertsson (Federal Reserve Bank of New York)*
- *S. Eusepi (Federal Reserve Bank of New York)*
- *E. Faraglia (Cambridge University et CEPR)*
- *J. Galí (Centre de Recerca en Economia Internacional Universitat Pompeu Fabra CEPR et NBER)*
- *P. Jaillet (Banque de France)*
- *O. Jeanne (Johns Hopkins University)*
- *A. Korinek (University of Maryland)*
- *J. Kozlowski (IADB et Universidad Torcuato Di Tella)*
- *K. Kuester (Federal Reserve Bank of Philadelphia)*
- *E. Leeper (Indiana University)*
- *C. Leith (University of Glasgow)*
- *K. Mertens (Cornell University)*
- *A. Marcet (Barcelona Graduate School of Economics Institut d'Anàlisi Econòmica Institució Catalana de Recercerca i Estudis Avançats et CEPR)*
- *A. Meier (FMI)*
- *G-J. Müller (Universität Bonn et CEPR)*
- *R. Oikonomou (HEC Montreal)*
- *PC. Padoan (OCDE).*
- *B. Preston (Columbia University)*
- *M. Ravn (University College London et CEPR)*
- *A. Scott (London Business School et CEPR)*
- *F. Smets (Banque centrale européenne)*

Autres intervenants :

- *P. Bachetta (HEC Lausanne Banque de France et PSE)*
- *M. Bussière (Banque de France)*
- *M. Elison (University of Oxford)*
- *A. Fatas (INSEAD)*
- *P-O. Gourinchas (UC Berkeley visiting PSE et Sciences Po)*
- *J. Imbs (Paris Scool of Economics – PSE)*
- *X. Ragot (Banque de France et PSE)*
- *A. Sutherland (University of St. Andrews)*
- *P. Teles (Banque du Portugal et université catholique de Lisbonne)*

Prévoir le cycle économique

Synthèse du huitième séminaire de l'*International Institute of Forecasters* organisé par la Banque de France les 1er et 2 décembre 2011 à Paris

Laurent FERRARA

Direction des Études et des Relations internationales et européennes

Service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales

*Les 1er et 2 décembre 2011, la Banque de France a organisé un séminaire de l'*International Institute of Forecasters (IIF). *Consacré au thème de la prévision du cycle économique, ce séminaire est le huitième de la série qui, depuis 2003, donne l'occasion à un cercle restreint d'experts prévisionnistes de se réunir afin d'échanger des idées.*

Dans la situation actuelle, il semble opportun que les chercheurs universitaires et les responsables politiques unissent leurs forces. En effet, depuis la mi-2007, l'économie mondiale subit de violents chocs négatifs qui rendent l'exercice de prévision économique plus difficile que jamais. De même que les causes de la « Grande Dépression » font encore aujourd'hui l'objet d'intenses débats, les récentes évolutions macroéconomiques et financières alimenteront probablement la recherche universitaire au cours des prochaines années.

Ce séminaire a permis de mettre en évidence plusieurs caractéristiques pertinentes de la « Grande Récession » récente, à savoir : (i) le fort degré de synchronisation entre les grands pays industrialisés pendant la récession, (ii) l'ampleur exceptionnelle des cycles, inédite depuis la « Grande Dépression » et largement inattendue après des années de « grande modération », (iii) le rôle spécifique joué par les variables des marchés financiers dans le cycle économique, au demeurant très difficiles à intégrer dans les modèles macroéconomiques, ou (iv) les signes tangibles de relations non linéaires entre les principales variables macroéconomiques. Par ailleurs, les chercheurs ont discuté du moyen optimal de faire face à certains problèmes pratiques tels que l'ampleur des bases de données disponibles, la diversité des fréquences des variables ou le caractère déséquilibré des ensembles de données pour les derniers points disponibles. D'autres questions comme la mise au point de nouveaux indicateurs avancés et l'évaluation du degré d'incertitude des prévisions ponctuelles ont conduit à des échanges fructueux entre universitaires et chercheurs issus d'institutions internationales.

*Une sélection des articles présentés durant ce séminaire paraîtra dans un numéro spécial de l'*International Journal of Forecasting, *l'une des publications incontournables en matière de prévision, publiée par l'IIF.*

Mots clés : cycles économiques, prévision, récession, modélisation économétrique, prévisions par densité, indicateurs avancés

Codes JEL : E27, E32, E37, C34, C38, C45, C53

La Banque de France a organisé le huitième séminaire de l'*International Institute of Forecasters* (IIF) afin de présenter et de discuter des résultats de la recherche macroéconomique appliquée relative à l'analyse et à la prédictibilité des cycles économiques. À cette fin, les organisateurs ont réuni des universitaires et des chercheurs renommés issus de nombreuses institutions internationales et nationales.

Dans le sillage de la crise bancaire et financière, quasiment tous les pays industrialisés ont traversé une récession économique très sévère en 2008 et 2009, parfois qualifiée de « Grande Récession ». À titre d'illustration, les économies nipponne et britannique ont enregistré des contractions du PIB de 5 % à 10 % en taux annualisé sur des périodes allant parfois jusqu'à sept trimestres consécutifs. Seuls quelques pays ont été épargnés, pour la plupart des pays émergents comme la Chine, dont la croissance du produit intérieur brut (PIB) n'est jamais tombée sous les 6 %. Ce séminaire a permis de mettre en évidence plusieurs caractéristiques pertinentes de cette « Grande Récession », parmi lesquelles : (i) le fort degré de synchronisation entre les différents pays industrialisés pendant la récession, (ii) l'ampleur exceptionnelle des cycles, inédite depuis la « Grande Dépression » et largement inattendue après des années de « Grande Modération », (iii) le rôle spécifique joué par les variables des marchés financiers dans le cycle économique, au demeurant très difficiles à intégrer dans les modèles macroéconomiques, ou (iv) les signes tangibles de relations non linéaires entre les principales variables macroéconomiques.

S'appuyant sur ces preuves empiriques, les participants ont présenté et discuté de nouvelles méthodes de prévision du cycle économique. Plus spécifiquement, la prédictibilité des cycles économiques peut être évaluée sous différents angles. Il est possible, tout d'abord, d'anticiper les points de retournement cyclique. On peut également essayer d'évaluer l'espérance conditionnelle des variables macroéconomiques sur un horizon de court terme. Enfin, prévoir la distribution de densité conditionnelle permet d'évaluer les risques entourant la prévision centrale. Dans ce document, nous présenterons les principaux résultats du séminaire selon cette classification.

1| Anticiper les points d'inflexion cyclique

Prévoir les pics et les creux du cycle économique tel que défini par la séquence des phases d'expansion et de récession — selon la définition séminale du *National Bureau of Economic Research* (NBER) proposée par Burns et Mitchell (1946) — est un exercice difficile, notamment en raison de la rareté des récessions. S'agissant de l'économie américaine, le NBER identifie seulement dix phases de récession depuis 1950 (cf. graphique 1). Ce nombre est encore inférieur pour d'autres pays industrialisés. Par exemple, dans la zone euro, seulement cinq phases de récession ont été clairement identifiées depuis 1970 (voir, par exemple, Ferrara, 2009, dans *Revue Économique*).

Dans un article récent publié dans l'*International Journal of Forecasting*, Jim Hamilton (2011) souligne les difficultés à prévoir les récessions en temps réel et propose trois raisons à ce phénomène, à savoir que

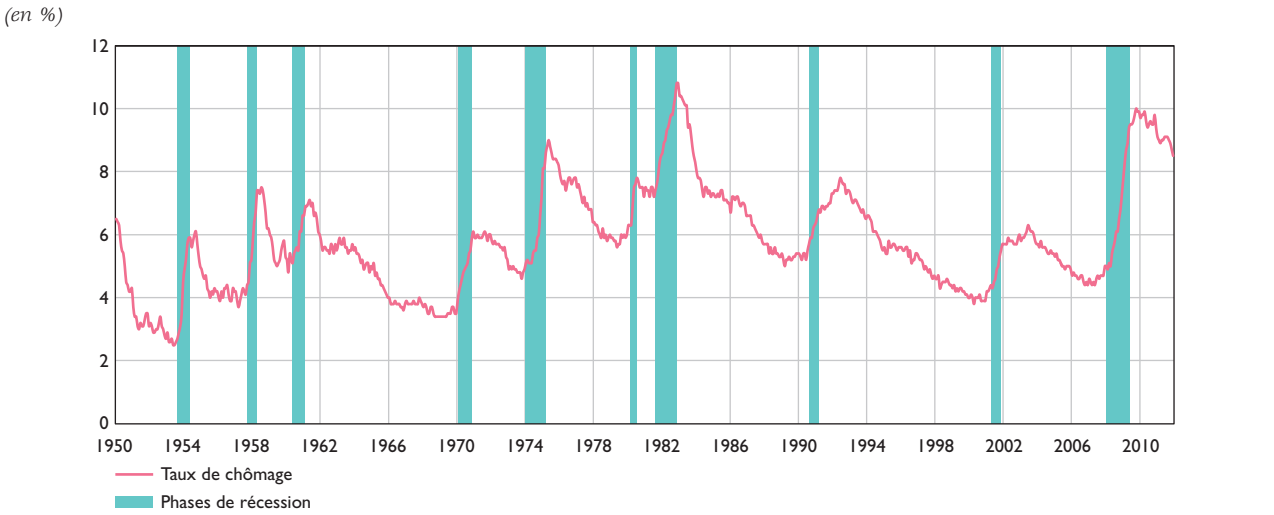
Parmi les intervenants figuraient :

- *A. Banerjee (Banque de France et Université de Birmingham)*
- *F. Bec (Université de Cergy)*
- *D. van Dijk (Université de Rotterdam)*
- *E. Ghysels (Université de Caroline du Nord)*
- *D. Giannone (Université Libre de Bruxelles)*
- *S.J. Koopman (Université Libre d'Amsterdam)*
- *M. Marcellino (European University Institute)*
- *A. Ozyildirim (The Conference Board)*
- *G. Perez Quiros (Banco de España)*
- *B. Rossi (Université Duke)*
- *T. Teräsvirta (Université d'Aarhus)*

Ont participé aux débats :

- *K.-A. Aasveit (Norges Bank)*
- *G. Amisano (Banque centrale européenne)*
- *G. Chevillon (Essec Business School)*
- *E. Dubois (Insee)*
- *C. Lopez (Banque de France)*
- *M. McCracken (St Louis Fed)*
- *J. Mitchell (NIESR et université de Leicester)*
- *L. Monteforte (Banca d'Italia)*
- *C. Schumacher (Deutsche Bundesbank)*
- *G. Sestieri (Banque de France)*
- *R. Vigfusson (Federal Reserve Board)*

Graphique 1 Taux de chômage des États-Unis et phases de récession selon l'approche du NBER (zones grisées)



Sources : BLS et NBER

(i) si les acteurs économiques (entreprises, ménages, responsables politiques, etc.) pouvaient prévoir les récessions, celles-ci ne surviendraient probablement pas, (ii) du fait des révisions des données, les informations disponibles en temps réel peuvent être très différentes des informations *ex post*, avec pour conséquence des erreurs de diagnostic en temps réel, et (iii) les principales relations économiques entre les variables évoluent continuellement au fil du temps. En définitive, avance Jim Hamilton, les économètres peuvent au mieux prévoir à très court terme les récessions, à savoir reconnaître un point de retournement dès son apparition, ou peu de temps après, M. Camacho, G. Perez-Quiros et P. Poncela parviennent à la même conclusion [1]. Ils développent un modèle à facteurs dynamiques à changement de régimes markoviens qui prend en compte les spécificités des données utilisées en temps réel par les économètres — comme le fait que les derniers points ne sont souvent pas disponibles en temps réel — la diversité des fréquences d'échantillonage des variables et les révisions de données. Les auteurs montrent en effet de manière empirique que leur modèle a été en mesure d'envoyer un signal juste après l'entrée et la sortie de la dernière récession de la zone euro, avec un délai plus court pour le creux que pour le pic du cycle.

Un autre type de modèle non linéaire a été proposé par F. Bec, O. Bouabdallah et L. Ferrara [2]. Ils proposent un modèle à seuil innovant qui intègre les effets de rebond qui interviennent généralement en sortie d'une phase de récession, sous l'effet essentiellement du cycle des stocks. Durant ces phases de reprise, le taux de croissance économique tend à s'envoler puis revient à des niveaux proches d'avant la récession. Ce modèle s'appuie sur les travaux précédents réalisés par les mêmes auteurs dans le cadre des modèles à changements de régimes markoviens (Bec, Bouabdallah et Ferrara, 2010). La prise en compte de la fonction de rebond a permis d'améliorer nettement la précision des prévisions relatives au PIB des quatre principales économies de la zone euro au cours du second semestre 2009. Par ailleurs, la flexibilité du modèle proposé est telle qu'elle permet de tenir compte des différences au niveau de la forme des reprises.

S'inscrivant dans la tradition de longue date du *Conference Board*, H. Wu et A. Ozyildirim [3] ont présenté deux nouveaux indicateurs mensuels avancés et coïncidents pour l'économie chinoise. L'indicateur coïncident vise à suivre le cycle économique en temps réel, tandis que l'indicateur avancé est conçu pour anticiper les points de retournement. Les auteurs se

1 *Maximo Camacho, Gabriel Perez-Quiros et Pilar Poncela :* "Green shoots in the euro area: A real time measure"
2 *Frédérique Bec, Othman Bouabdallah et Laurent Ferrara :* "The European way out of recessions"
3 *Harry Wu et Ataman Ozyildirim :* "Modeling trends, cyclical movements and turning points of the Chinese economy"

sont livrés à un travail statistique considérable qui leur a permis de compiler un ensemble complet de données pour la Chine, depuis 1986. Cet indicateur sera très certainement utile aux économistes chargés des prévisions concernant l'économie chinoise. La méthode utilisée par le *Conference Board* pour calculer ses indicateurs composites à partir d'un ensemble de variables, qui soit coïncident avec, soit devancent le cycle économique, est désormais la norme dans la littérature. Elle s'appuie sur une moyenne pondérée de variables dont la contribution est inversement proportionnelle à leur volatilité.

S. Van den Hauwe, R. Paap et D. van Dijk [4] proposent une nouvelle méthode de calcul de l'indicateur avancé américain du *Conference Board* qui intègre une avance spécifique pour chaque variable individuelle. Grâce à une estimation bayésienne des modèles à réponse binaire, les auteurs identifient trois groupes de variables avancées, classées selon leur importance : les plus importantes étant les rendements, les cours des actions et les demandes d'indemnisation, et les moins importantes, les performances des fournisseurs, les nouvelles commandes de biens d'équipement et l'agrégat monétaire M2. La durée hebdomadaire du travail, les nouvelles commandes de biens de consommation, les nouveaux permis de construire et les anticipations des ménages se situent entre les deux. Les auteurs ont ainsi mis en évidence que l'indicateur qui tient compte de la diversité des avances possibles permet d'estimer de façon plus fiable les périodes de récession de l'économie américaine. Appliquée à d'autres indicateurs composites, cette méthode pourrait produire des résultats intéressants.

2| Prévision à court terme des variables macroéconomiques

Une autre série d'articles présentés lors du séminaire s'intéressait au thème plus classique de la prévision macroéconomique à l'horizon du cycle économique. Chacune des études présentées a essayé de prendre en compte certaines spécificités telles que l'ampleur des volumes de données, les questions d'incomplétude des bases de données en fin de période ou encore l'utilisation de millésimes pour évaluer les prévisions en temps réel. Par ailleurs, nombre d'entre elles abordent également la question de l'utilisation de variables à fréquence élevée en vue de la prévision d'une variable cible échantillonnée à une fréquence inférieure (généralement le PIB).

C. Foroni et M. Marcellino [5] s'intéressent spécifiquement à la question de la diversité des fréquences en appliquant une série de modèles économétriques récents à une vaste base de données de 150 indicateurs mensuels afin de prévoir le PIB de la zone euro. Dans une optique prévisionnelle, ils comparent diverses méthodes permettant de traiter de grands ensembles de données incomplets en fin d'échantillonage, telles que les modèles de régression linéaire (« *bridge models* »), les approches espace-état, ou les modèles de régression MIDAS (*MIxed DAta Sampling*) qui permettent d'expliquer une variable trimestrielle à l'aide d'autres variables échantillonnées sur une fréquence plus élevée, par exemple mensuelle ou quotidienne (on renvoie le lecteur intéressé à l'article de Ghysels, Sinko et Valkanov, 2007). Foroni et Marcellino mettent également en œuvre un modèle prévisionnel de type MIDAS augmenté avec des facteurs communs estimés à partir d'un grand nombre de variables, tel que cela a été proposé dans l'article de Marcellino et Schumacher (2008). Bien que dans l'ensemble, aucune méthode ne se distingue clairement, les auteurs ont mis en évidence certaines grandes tendances. Ils ont ainsi remarqué que les modèles de régression linéaire sont globalement efficaces en prévision, que la combinaison des prévisions au sein de chaque catégorie de modèle apparaît comme une bonne stratégie pour accroître la performance mais que les modèles factoriels sont encore plus efficaces et que l'intégration d'une composante autorégressive dans le modèle MIDAS permet également d'améliorer sa performance. Autre résultat intéressant, les auteurs soulignent le fait que l'utilisation de données financières hebdomadaires en lieu et place de données mensuelles n'améliore pas sensiblement la précision des prévisions. Enfin, en scindant leur ensemble de données, Foroni et Marcellino mettent en évidence la meilleure performance relative des approches MIDAS durant la phase de récession des années 2008-2009, résultat qui reflète peut-être la flexibilité de la méthode.

F. Brauning et S. J. Koopman [6] proposent de mettre en œuvre un modèle modifié à composantes inobservables qui intègre la variable cible faisant

4 *Sjoerd van den Hauwe, Richard Paap et Dick van Dijk :* "How much do the leading indicators lead"
5 *Claudia Foroni et Massimiliano Marcellino :* "A comparison of mixed frequency models for euro area macroeconomic variable"
6 *Falk U. Brauning et Siem Jan Koopman :* "Forecasting the business cycle using realised measures of the economy: an empirical study"

l'objet de la prévision, à savoir le PIB, dans un modèle multivarié à composantes inobservables de fréquence variable. Ce modèle étendu est appliqué à l'ensemble de données de Stock et Watson (2005) comprenant 132 variables américaines afin de prévoir le revenu des ménages, la production industrielle et le PIB. Les auteurs soulignent les avantages de leur modèle par rapport aux autres approches de référence, notamment à un horizon de moyen terme.

A. Banerjee, M. Marcellino et I. Masten [7] abordent également la question des gros volumes de données disponibles, mais proposent d'intégrer des informations de long terme dans des modèles factoriels dynamiques. L'idée est intéressante en ce sens que l'ajustement à l'équilibre représente une caractéristique théorique clé des modèles économiques dynamiques. S'appuyant sur des travaux théoriques antérieurs réalisés par Banerjee et Marcellino (2009) sur les modèles à correction d'erreur augmentés avec des facteurs (FECM), les auteurs évaluent les implications en termes de prévision de tels modèles, sachant que les modèles FAVAR (modèles de vecteurs autorégressifs augmenté par des facteurs, voir par exemple, Bernanke, Boirin et Eliaz, 2005) et ECM (à correction d'erreur, voir par exemple Hamilton, 1994, pour une présentation détaillée) peuvent être considérés comme des cas particuliers de ce modèle. Les simulations et les applications à des variables américaines réelles et nominales (courbes de taux et taux de change nominaux) ont permis de conclure que l'intégration d'informations de long terme dans des modèles factoriels représente un bon moyen d'obtenir des prévisions précises, notamment par rapport aux modèles FAVAR et ECM.

Contrairement aux études ci-dessus, dont la finalité est de prévoir des variables macroéconomiques à l'aide de modèles linéaires, A. Kock et T. Teräsvirta [8] adoptent une approche non linéaire. Ils évaluent les résultats d'un modèle de réseau de neurones non linéaire en s'intéressant spécifiquement à la phase de récession des années 2007-2009. L'aspect innovant de cette étude est le recours à des mécanismes de modélisation automatique (*QuickNet*, *Autometrics* et le *Marginal Bridge Estimator*) pour résoudre la question de la spécification du modèle de réseau de neurones, en commençant par linéariser les modèles. Les auteurs se livrent à une expérience prévisionnelle concernant la production industrielle et le taux de chômage pour plusieurs pays industrialisés pendant la récession économique. Globalement, cette expérience prévisionnelle a mis en évidence un résultat bien connu de la littérature concernant la prévision à l'aide de modèles non linéaires, à savoir qu'il est difficile d'améliorer la précision obtenue avec un modèle autorégressif linéaire. Par ailleurs, s'agissant des modèles de réseau de neurones en particulier, Kock et Teräsvirta remarquent que les modèles parcimonieux sont ceux qui conviennent le mieux pour améliorer la qualité prévisionnelle.

3| Mesurer le degré d'incertitude entourant les cycles économiques

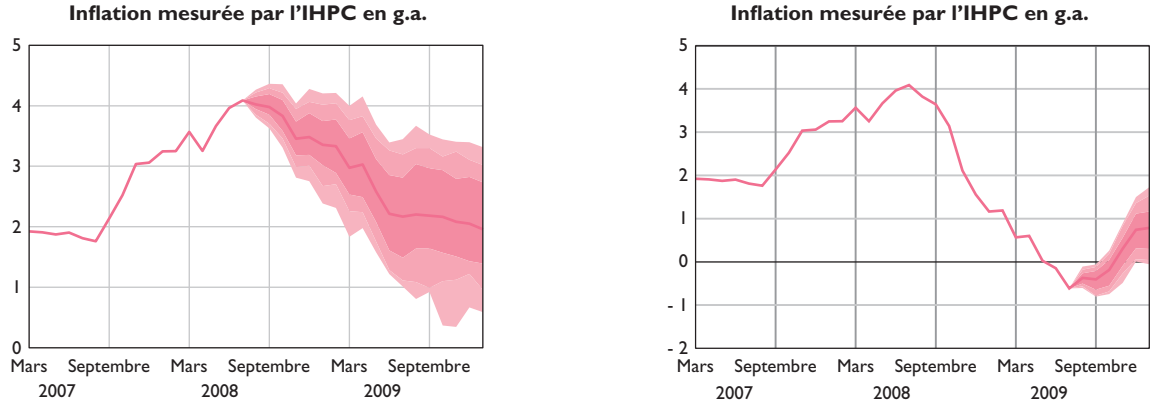
Outre les prévisions ponctuelles, les praticiens et les responsables politiques mettent de plus en plus l'accent sur la distribution de densité autour de la prévision. En effet, l'évaluation des risques entourant une projection centrale joue un rôle essentiel dans le processus décisionnel. À titre d'exemple, les banquiers centraux surveillent d'autres mesures que la tendance centrale des anticipations d'inflation. Les mesures de l'incertitude ont donc fait l'objet de discussions approfondies au cours du séminaire.

D. Giannone, M. Lenza, D. Momferatou et L. Onorante [9] estiment un modèle vectoriel autorégressif bayésien (BVAR, Bayesian VAR) afin de mesurer, entre autres, l'incertitude entourant les prévisions d'inflation à court terme dans la zone euro. Ce modèle étendu, qui prend en considération toutes les interactions possibles entre les composantes et les déterminants de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), produit des graphiques en éventail (*fan charts*) de l'inflation afin d'évaluer les risques de déflation pendant la récente phase de récession de la zone euro. Les auteurs montrent comment la distribution des prévisions change lorsque les prévisionnistes ont de plus en plus d'informations à leur disposition. Plus spécifiquement, comme le montre le graphique 2, la distribution devient de plus en plus étroite. Par ailleurs, ce modèle permet notamment de montrer que l'impact direct immédiat d'un choc pétrolier sur la composante

7 *Anindya Banerjee, Massimiliano Marcellino et Igor Masten :* "Forecasting with factor-augmented error correction models"
8 *Anders Kock et Timo Teräsvirta :* "Forecasting performance of three automated modelling techniques during the economic crisis 2007-2009"
9 *Domenico Giannone, Michele Lenza, Daphne Momferatou et Luca Onorante :* "Short-term inflation projections: A Bayesian VAR approach"

Graphique 2 Les prévisions de densité pour l'inflation dans la zone euro menées en septembre 2008 et en septembre 2009 dépendent des informations disponibles en temps réel

(en %)



Source : Giannone, Lenza, Momferatou et Onorante (2010)

énergie de l'IPCH tend à se stabiliser au bout d'un an et que l'économie de la zone euro présente une relation inflation/production pertinente, contrairement à l'indication selon laquelle la relation de la courbe de Phillips avait quasiment disparu.

E. Ghysels a également présenté une synthèse de deux études axées sur l'incertitude entourant les prévisions d'inflation [10]. La première de ces deux études présente une nouvelle mesure du risque, à savoir le risque potentiel d'inflation maximale, qui permet d'évaluer les risques dans les queues de distribution des prévisions d'inflation, généralement les 5 % supérieurs et inférieurs. Cette mesure est innovante en ce qu'elle tient compte de l'asymétrie en séparant les risques de baisse et de hausse de l'inflation. L'estimation de ces mesures du risque potentiel d'inflation maximale s'appuie sur les données d'enquêtes individuelles menées aux États-Unis et dans la zone euro. Fait intéressant, les auteurs montrent de manière empirique que les autorités monétaires semblent réagir aux informations en queue de distribution : ainsi, une augmentation de l'asymétrie des risques tend à amplifier les contractions monétaires. Dans la seconde étude, une approche MIDAS est mise en œuvre afin d'évaluer la pertinence d'une série de variables des marchés financiers, telles que les cours pétroliers, les taux de change EUR/USD, les cours des actions, les taux d'intérêt à court terme, le degré de pentification de la courbe des taux et l'incertitude macroéconomique, pour prévoir l'inflation. Les données financières s'avèrent des indicateurs prospectifs fiables en temps réel des risques inflationnistes. En particulier, la politique monétaire et le degré de pentification de la courbe des taux sont des indicateurs essentiels des risques d'inflation.

Enfin, B. Rossi et T. Sekhposyan [11] s'intéressent directement aux densités de prévision concernant l'inflation et la production américaines en évaluant la spécification correcte des densités de prévision sur la base d'un vaste ensemble de prédicteurs macroéconomiques comprenant les prix des actifs, les variables d'activité réelle, les salaires, les prix et les agrégats monétaires. L'idée sous-jacente est que bien que certains prédicteurs puissent améliorer ou détériorer les prévisions ponctuelles, ils peuvent avoir l'effet inverse sur l'incertitude entourant les prévisions. S'appuyant sur la technique dite de transformation intégrale de probabilité (*Probability Integral transform*, PIT) proposée par Diebold *et al.* (1998), les auteurs montrent de manière empirique que les hypothèses distributionnelles attribuées aux modèles prévisionnels communément utilisés sont mal spécifiées et que cette mauvaise spécification tient pour l'essentiel à la forme de la distribution paramétrique supposée. Néanmoins, ils soulignent que la mauvaise spécification est moins prononcée pour la production que pour l'inflation. Par ailleurs, les auteurs signalent qu'il existe également des signes de violations des hypothèses d'indépendance et de distribution identique.

10 Philippe Andrade, Éric Ghysels et Julien Idier : "Tails of inflation forecasts and tales of monetary policy" *et Philippe Andrade, Valère Fourel, Ghysels et Julien Idier :* "Inflation risks in the euro area"

11 Barbara Rossi et Tatevik Sekhposyan : "Evaluating density forecasts for US output growth and inflation in a large macroeconomic data set"

Bibliographie

Banerjee (A.) et Marcellino (M.) (2009)
"*Factor-augmented error correction models*", dans *The methodology and practice of econometrics – A festschrift for David Hendry*, J. Castle and N.Shepard (éd.), 227-254, Oxford University Press

Bec (F.), Bouabdallah (O.) et Ferrara (L.) (2010)
« Les différentes formes de reprise économique dans les modèles à changements de régimes markoviens », *document de travail* n° 321, Banque de France

Bernanke (B. S.), Boivin (J.) et Eliasz (P.) (2005)
"*Measuring the effects of monetary policy: A factor-augmented vector autoregressive (FAVAR) approach*", *Quarterly Journal of Economics*, 120, 387-422

Burns (A. F.) et Mitchell (W. C.) (1946)
"Measuring business cycles", NBER, Columbia University Press.

Diebold (F. X.), Gunther (T.) et Tsay (A.) (1998)
"*Evaluating density forecasts with applications to financial risk management*", *International Economic Review*, 39, 4, 863-883

Ferrara (L.) (2009)
« Caractérisation et datation des cycles économiques en zone euro », *Revue Économique*, 60, 3, 703-712

Giannone (D.), Lenza (M.), Momferatou (D.) et Onorante (L.) (2010)
"*Short-term inflation projections: A Bayesian VAR approach*", *Working Paper* 2010-11, ECARES

Ghysels (E.), Sinko (A.) et Valkanov (R.) (2007)
"*MIDAS regression : Further results and new directions*", *Econometric Reviews*, 26, 53-90

Hamilton (J.) (1994)
Time Series Analysis, Princeton University Press

Hamilton (J.) (2011)
"*Calling recessions in real time*", *International Journal of Forecasting*, 27, 1006-1026

Marcellino (M.) et Schumacher (C.) (2008),
"*Factor-MIDAS for now- and forecasting with ragged-edge data: A model comparison for German GDP*", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 72, 518-550

Stock (J.) et Watson (M.) (2005)
"*Implications of Dynamic Factor Models for VAR analysis*", *Working Paper* 12324, NBER

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 à « Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente, hors découverts – France » (Figure 18).
Les données du cahier sont mises à jour mensuellement sur le site Internet de la Banque de France.

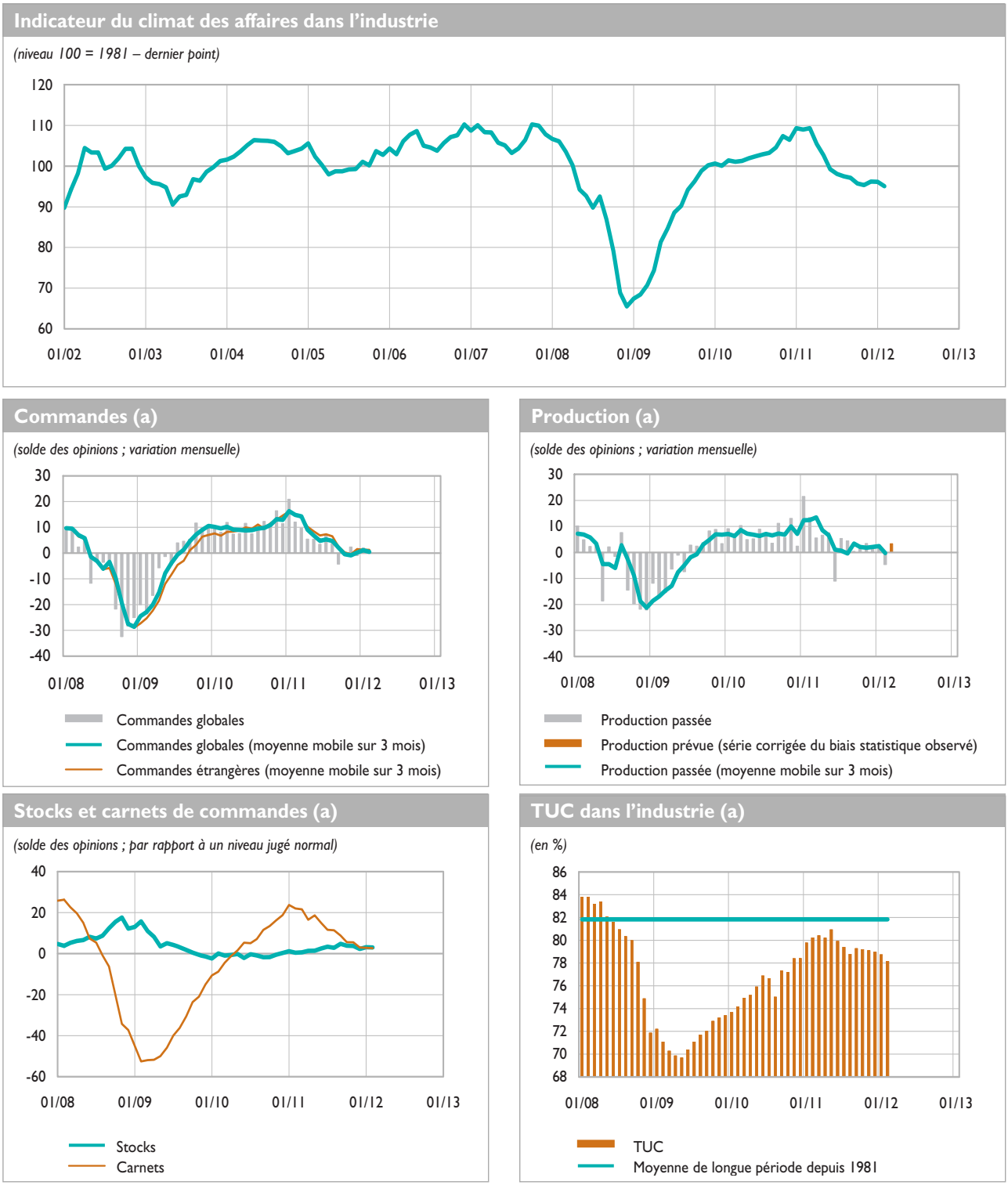
Figure 1
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France

(NAF révision 2 ; données cvs)

	2011					2012	
	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)							
Ensemble de l'industrie manufacturière	**4**	**0**	**1**	**3**	**1**	**2**	**-5**
Denrées alimentaires et boissons	3	10	7	-4	-2	0	1
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	3	1	-2	2	-4	6	0
Industrie automobile	11	-11	12	20	-10	1	-8
Autres matériels de transport	-13	9	0	2	2	7	-1
Autres produits industriels	-1	4	-4	4	3	4	-6
Production pour les prochains mois (a)							
Ensemble de l'industrie manufacturière	**3**	**0**	**1**	**2**	**3**	**0**	**3**
Denrées alimentaires et boissons	9	6	9	8	9	7	9
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	5	2	4	1	3	1	1
Industrie automobile	-4	11	-7	-6	6	-10	-10
Autres matériels de transport	29	17	9	15	22	17	17
Autres produits industriels	5	-1	1	1	3	0	5
Évolution des commandes de l'industrie manufacturière par rapport au mois précédent (ensemble) (a)							
Globales	**4**	**-4**	**-1**	**2**	**-1**	**2**	**0**
Étrangères	5	-6	2	3	0	1	3
Niveau du carnet de commandes (a)							
Ensemble de l'industrie manufacturière	**11**	**9**	**6**	**6**	**3**	**3**	**3**
Denrées alimentaires et boissons	5	5	2	3	-3	3	6
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	13	8	4	8	5	4	0
Industrie automobile	12	5	1	-4	-15	-19	-22
Autres matériels de transport	54	57	65	56	53	53	56
Autres produits industriels	9	6	0	1	1	1	1
Niveau des stocks de produits finis (a)							
Ensemble de l'industrie manufacturière	**3**	**5**	**4**	**4**	**2**	**3**	**3**
Denrées alimentaires et boissons	-1	4	2	6	13	2	-3
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	5	11	13	13	10	8	8
Industrie automobile	-1	0	3	-1	-25	1	7
Autres matériels de transport	3	5	4	3	6	6	4
Autres produits industriels	2	3	1	1	1	2	2
Taux d'utilisation des capacités de production (b)							
Ensemble de l'industrie manufacturière	**78,8**	**79,3**	**79,2**	**79,1**	**79,0**	**78,7**	**78,2**
Évolution des effectifs (ensemble de l'industrie manufacturière) (a)							
Par rapport au mois précédent	0	-1	0	0	-1	-1	0
Au cours des prochains mois	0	-1	-1	-2	-1	-1	-1
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)							
	97	**97**	**96**	**95**	**96**	**96**	**95**

(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 mars 2012*

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 mars 2012

Figure 3
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)

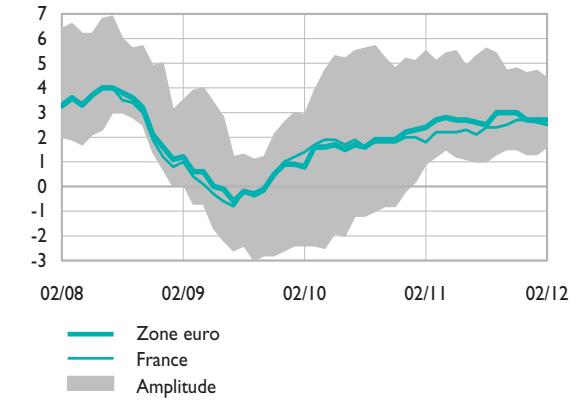
	2011							2012	
	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
France	2,3	2,1	2,4	2,4	2,5	2,7	2,7	2,6	2,5
Allemagne	2,4	2,6	2,5	2,9	2,9	2,8	2,3	2,3	2,5
Italie	3,0	2,1	2,3	3,6	3,8	3,7	3,7	3,4	3,4
Zone euro	2,7	2,6	2,5	3,0	3,0	3,0	2,7	2,7	2,7
Royaume-Uni	4,2	4,4	4,5	5,2	5,0	4,8	4,2	3,6	nd
Union européenne	3,1	2,9	3,0	3,3	3,4	3,3	3,0	2,9	2,9
États-Unis	3,6	3,6	3,8	3,9	3,5	3,4	3,0	2,9	2,9
Japon	-0,4	0,2	0,2	0,0	-0,2	-0,5	-0,2	0,1	nd

(moyenne annuelle) *(variation mensuelle CVS)*

	2009	2010	2011	2011				2012	
				sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
France	0,1	1,7	2,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1
Allemagne	0,2	1,2	2,5	0,4	0,2	0,3	-0,1	0,3	0,4
Italie	0,8	1,6	2,9	1,6	0,3	0,2	0,3	0,0	0,3
Zone euro	0,3	1,6	2,7	0,5	0,2	0,2	0,1	0,4	0,3
Royaume-Uni	2,2	3,3	4,5	0,8	0,1	0,3	0,1	0,0	nd
Union européenne	1,0	2,1	3,1	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	-0,4	1,6	3,2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	0,4
Japon	-1,3	-0,7	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,3	nd

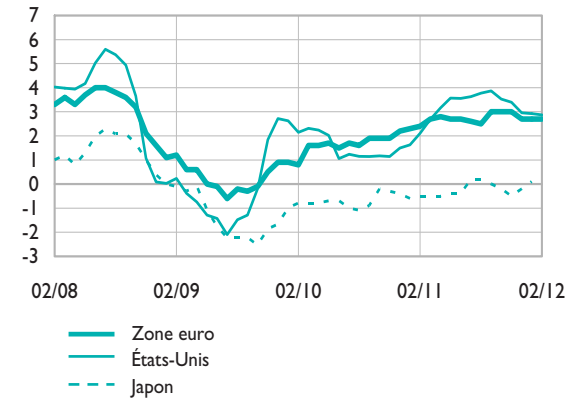
France et zone euro

(glissement annuel en %)



Comparaisons internationales

(glissement annuel en %)



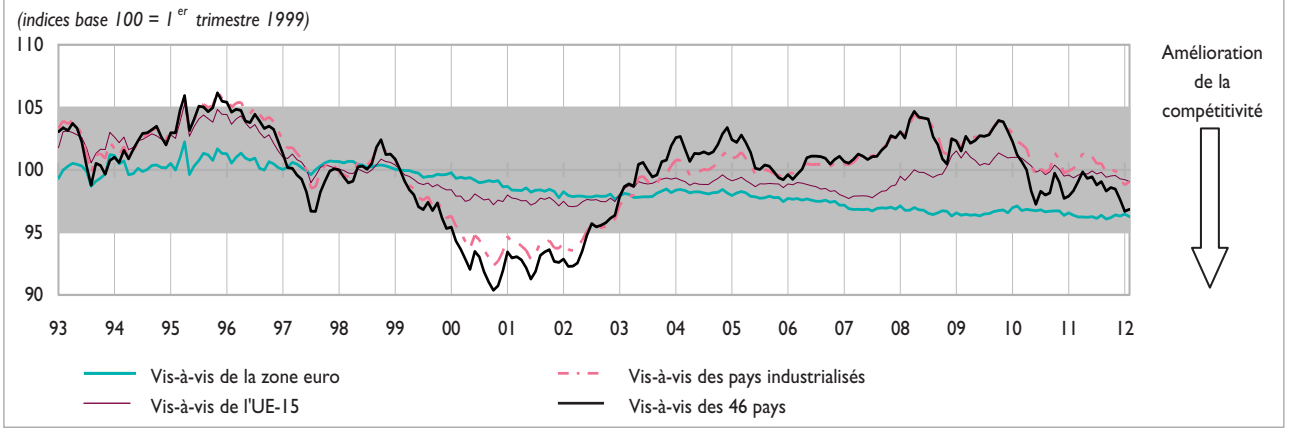
Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon
Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro (composition variable)

Sources : nationales, Eurostat

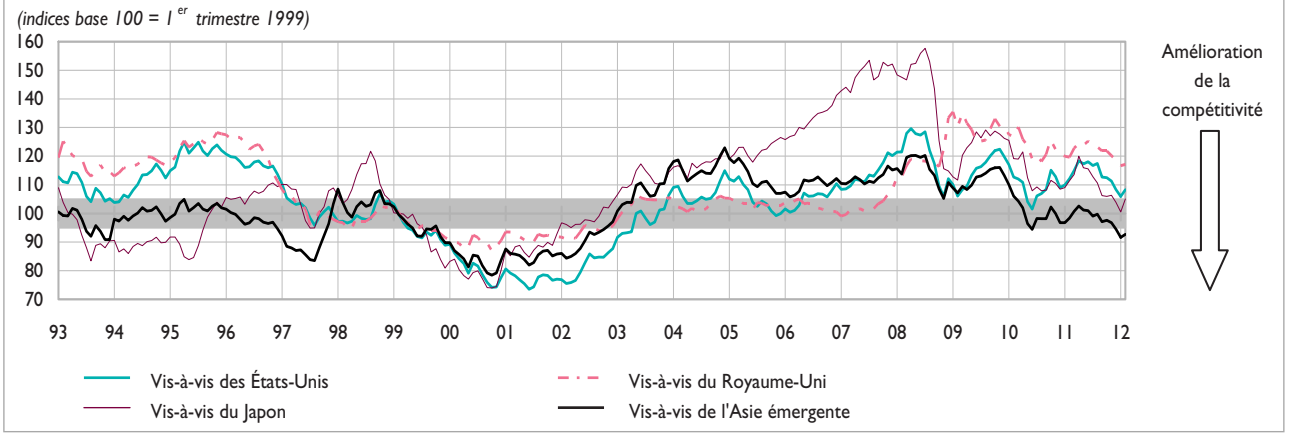
Réalisé le 20 mars 2012

Figure 4
Compétitivité de l'économie française

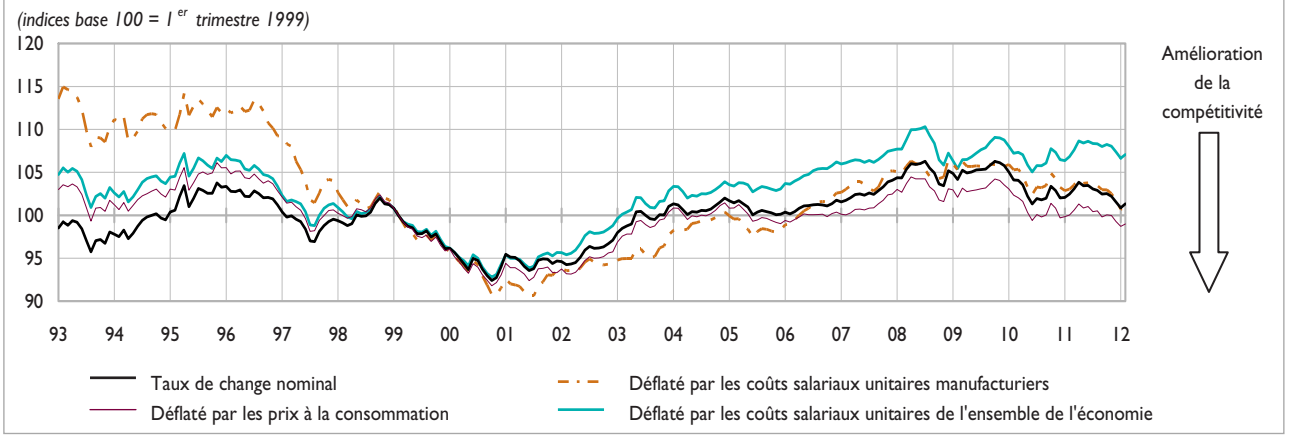
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation



Indicateurs déflatés par les prix à la consommation



Indicateurs de compétitivité vis-à-vis des 24 partenaires de l'OCDE



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 mars 2012*

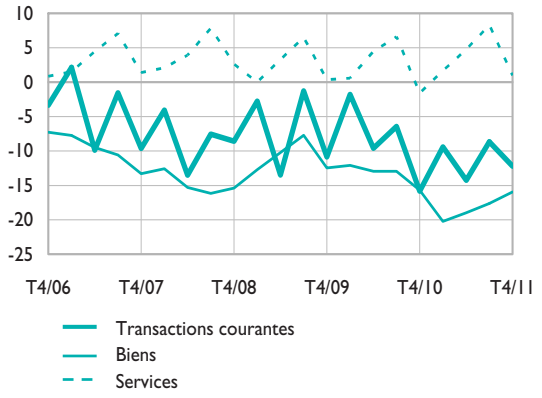
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2010	2011	2010	2011			
			T4	T1	T2	T3	T4
Compte de transactions courantes	**-33,7**	**-44,6**	**-15,8**	**-9,4**	**-14,3**	**-8,7**	**-12,2**
Biens	-53,7	-72,8	-15,7	-20,2	-19,0	-17,6	-16,0
Services	10,0	15,6	-1,6	1,7	4,7	8,3	1,0
Revenus	36,5	39,6	8,8	13,0	7,2	8,8	10,7
Transferts courants	-26,5	-27,0	-7,3	-3,8	-7,2	-8,1	-7,9
Compte de capital	**0,0**	**-0,1**	**0,2**	**0,0**	**0,1**	**-0,5**	**0,3**
Compte financier	**18,2**	**30,0**	**11,3**	**-10,5**	**31,0**	**20,9**	**-11,4**
Investissements directs	-37,9	-46,5	-8,0	1,3	-31,5	-8,6	-7,7
Français à l'étranger	*-63,5*	*-75,5*	*-8,9*	*1,5*	*-42,0*	*-16,7*	*-18,3*
Étrangers en France	*25,6*	*29,0*	*0,9*	*-0,2*	*10,5*	*8,1*	*10,6*
Investissements de portefeuille	119,9	237,7	28,5	29,7	70,3	69,5	68,3
Avoirs	*23,2*	*144,4*	*32,7*	*-22,6*	*7,9*	*89,7*	*69,3*
Engagements	*96,7*	*93,3*	*-4,2*	*52,3*	*62,3*	*-20,2*	*-1,0*
Instruments financiers dérivés	34,3	6,7	5,1	3,6	-0,2	-2,9	6,2
Autres investissements	-92,3	-173,5	-12,0	-41,9	-8,7	-42,7	-80,2
Avoirs de réserve	-5,8	5,5	-2,2	-3,2	1,1	5,5	2,1
Erreurs et omissions nettes	**15,4**	**14,7**	**4,4**	**19,9**	**-16,8**	**-11,7**	**23,3**

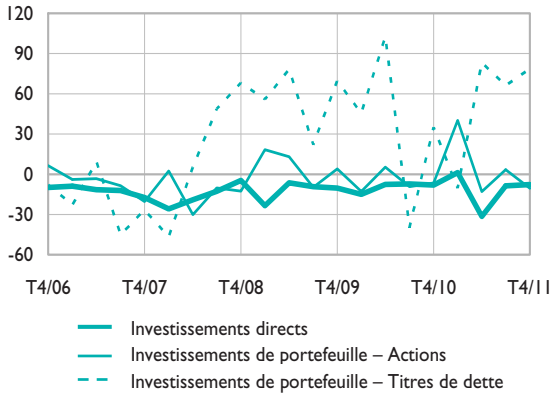
Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 mars 2012

Figure 6
Balance des paiements – Transactions courantes et capital (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2010	2011	2010	2011			
			T4	T1	T2	T3	T4
Compte de transactions courantes	**-33,7**	**-44,6**	**-15,8**	**-9,4**	**-14,3**	**-8,7**	**-12,2**
Biens	**-53,7**	**-72,8**	**-15,7**	**-20,2**	**-19,0**	**-17,6**	**-16,0**
Exportations	*390,1*	*424,7*	*102,7*	*106,3*	*106,9*	*101,2*	*110,4*
Importations	*443,7*	*497,5*	*118,4*	*126,5*	*125,9*	*118,9*	*126,3*
Marchandises générales	-53,5	-71,6	-15,6	-19,7	-18,6	-17,3	-16,0
Avitaillement	-2,1	-2,5	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7
Travail à façon et réparations	1,9	1,3	0,5	0,1	0,2	0,2	0,7
Services	**10,0**	**15,6**	**-1,6**	**1,7**	**4,7**	**8,3**	**1,0**
Exportations	*109,9*	*119,1*	*24,7*	*25,8*	*30,4*	*35,8*	*27,0*
Importations	*99,8*	*103,4*	*26,3*	*24,1*	*25,7*	*27,6*	*26,0*
Transports	0,1	-1,7	0,0	-0,6	-0,6	-0,2	-0,3
Voyages	6,1	7,1	-1,9	0,1	2,5	6,4	-1,9
Services de communication	0,5	0,7	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1
Services de construction	2,5	2,6	0,7	0,6	0,8	0,5	0,6
Services d'assurance	-1,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	0,1	-0,1
Services financiers	0,4	1,0	0,0	0,3	0,2	0,2	0,3
Services d'informatique et d'information	-0,2	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1
Redevances et droits de licence	3,7	4,9	1,0	1,4	1,1	0,9	1,5
Autres services aux entreprises	-0,5	2,7	-0,5	0,2	0,7	0,5	1,2
Services personnels, culturels et récréatifs	-1,3	-1,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3
Services des administrations publiques	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1
Revenus	**36,5**	**39,6**	**8,8**	**13,0**	**7,2**	**8,8**	**10,7**
Rémunérations des salariés	9,9	10,6	2,5	2,5	2,5	2,5	3,0
Revenus des investissements	26,6	29,1	6,3	10,5	4,7	6,3	7,6
Directs	*34,1*	*34,7*	*8,1*	*8,8*	*11,9*	*5,9*	*8,1*
De portefeuille	*-5,1*	*-5,7*	*-1,1*	*2,0*	*-7,1*	*-0,1*	*-0,6*
Autres	*-2,4*	*0,1*	*-0,7*	*-0,4*	*-0,1*	*0,5*	*0,1*
Transferts courants	**-26,5**	**-27,0**	**-7,3**	**-3,8**	**-7,2**	**-8,1**	**-7,9**
Transferts courants du secteur des APU	-18,0	-17,6	-5,0	-1,9	-4,3	-5,5	-5,8
Transferts courants des autres secteurs	-8,5	-9,5	-2,3	-1,9	-2,9	-2,6	-2,1
dont envois de fonds des travailleurs	*-2,1*	*-1,5*	*-0,5*	*-0,4*	*-0,3*	*-0,4*	*-0,4*
Compte de capital	**0,0**	**-0,1**	**0,2**	**0,0**	**0,1**	**-0,5**	**0,3**

Source : Banque de France *Réalisé le 20 mars 2012*

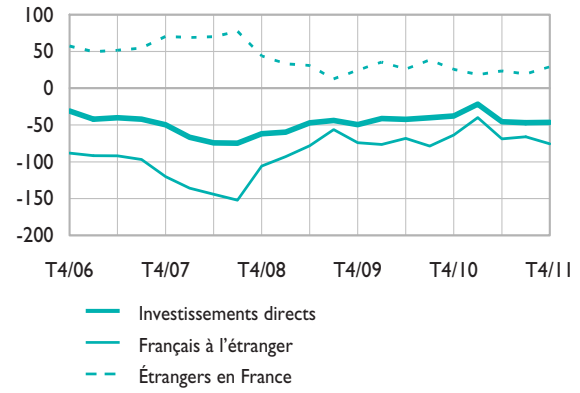
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2010	2011	2010	2011			
			T4	T1	T2	T3	T4
Compte financier	**18,2**	**30,0**	**11,3**	**-10,5**	**31,0**	**20,9**	**-11,4**
Investissements directs	-37,9	-46,5	-8,0	1,3	-31,5	-8,6	-7,7
Français à l'étranger	-63,5	-75,5	-8,9	1,5	-42,0	-16,7	-18,3
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*-44,4*	*-51,2*	*-4,7*	*0,4*	*-33,0*	*-8,0*	*-10,5*
Étrangers en France	25,6	29,0	0,9	-0,2	10,5	8,1	10,6
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*23,8*	*20,6*	*5,5*	*3,6*	*5,0*	*-0,8*	*12,9*
Investissements de portefeuille	119,9	237,7	28,5	29,7	70,3	69,5	68,3
Avoirs	23,2	144,4	32,7	-22,6	7,9	89,7	69,3
Actions	*-17,0*	*30,7*	*-12,0*	*26,7*	*-15,0*	*8,0*	*11,1*
Obligations	*-0,2*	*51,8*	*33,9*	*-41,1*	*-3,5*	*61,4*	*35,1*
Titres de créance à court terme	*40,4*	*61,9*	*10,8*	*-8,1*	*26,5*	*20,3*	*23,1*
Engagements	96,7	93,3	-4,2	52,3	62,3	-20,2	-1,0
Actions	*-6,3*	*-10,6*	*5,5*	*13,4*	*2,1*	*-4,7*	*-21,5*
Obligations	*99,5*	*113,6*	*6,8*	*21,3*	*67,8*	*-5,1*	*29,5*
Titres de créance à court terme	*3,5*	*-9,6*	*-16,5*	*17,6*	*-7,6*	*-10,5*	*-9,1*
Instruments financiers dérivés	34,3	6,7	5,1	3,6	-0,2	-2,9	6,2
Autres investissements	-92,3	-173,5	-12,0	-41,9	-8,7	-42,7	-80,2
Avoirs de réserve	-5,8	5,5	-2,2	-3,2	1,1	5,5	2,1
Erreurs et omissions nettes	**15,4**	**14,7**	**4,4**	**19,9**	**-16,8**	**-11,7**	**23,3**

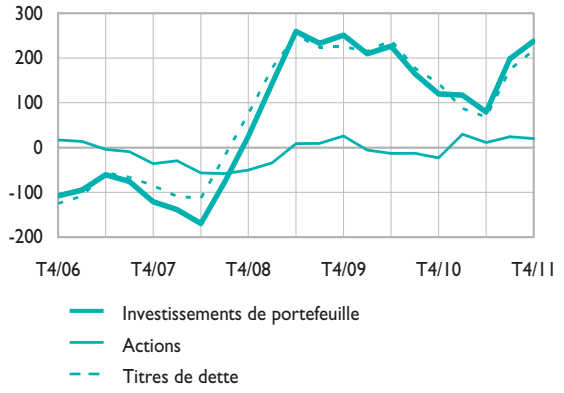
Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 mars 2012

Figure 8
Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	3e trimestre 2011					
	UEM (a)	UE27 hors UEM (b)	USA	Japon	Suisse	Chine
Compte de transactions courantes	**4,4**	**-1,0**	**-0,7**	**-0,9**	**0,9**	**nd**
Recettes	*86,6*	*23,3*	*10,4*	*2,7*	*6,7*	*4,9*
Dépenses	*82,2*	*24,3*	*11,1*	*3,6*	*5,8*	*nd*
Biens	-7,8	0,8	-0,7	-0,5	0,3	-6,7
Recettes	*48,1*	*12,8*	*5,2*	*1,5*	*3,0*	*3,1*
Dépenses	*55,9*	*12,0*	*5,9*	*2,0*	*2,8*	*9,9*
Services	4,2	1,4	0,4	0,2	0,5	0,5
Recettes	*15,3*	*4,7*	*2,6*	*0,5*	*1,5*	*1,3*
Dépenses	*11,1*	*3,3*	*2,2*	*0,3*	*1,1*	*0,7*
Revenus	8,7	1,0	-0,3	-0,5	0,7	nd
Recettes	*22,6*	*4,8*	*2,5*	*0,7*	*1,9*	*0,4*
Dépenses (c)	*13,9*	*3,8*	*2,8*	*1,2*	*1,3*	*nd*
Transferts courants	-0,8	-4,1	-0,1	0,0	-0,5	0,0
Compte financier						
Investissements directs	-8,7	-2,8	0,6	0,0	2,6	-0,6
Français à l'étranger	*-10,1*	*-5,0*	*-0,3*	*-0,1*	*1,2*	*-0,6*
Étrangers en France	*1,4*	*2,3*	*0,9*	*0,1*	*1,5*	*0,0*
Investissements de portefeuille – Avoirs (d)	67,2	4,9	4,5	0,2	-0,5	1,3
Actions	*-7,0*	*3,3*	*6,0*	*1,5*	*0,9*	*1,4*
Obligations	*51,6*	*2,0*	*-1,4*	*2,2*	*-0,4*	*-0,1*
Titres de créance à court terme	*22,6*	*-0,3*	*-0,1*	*-3,5*	*-1,0*	*-0,1*
Autres investissements	97,8	8,3	-87,4	-3,4	-8,1	-6,0

(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 mars 2012*

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2011	2011		2012	Cumul 12 mois	
					2011	2012
	janv.	nov.	déc.	janv.	janv.	janv.
Compte de transactions courantes	**-3,1**	**-4,7**	**-0,6**	**-0,8**	**-37,5**	**-42,2**
Biens	-7,4	-5,3	-4,6	-6,8	-56,6	-72,1
Services	0,8	0,3	1,5	0,2	10,7	15,0
Revenus	3,4	2,6	5,3	5,1	36,3	41,3
Transferts courants	0,0	-2,3	-2,8	0,6	-27,8	-26,4
Compte de capital	**0,0**	**0,1**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**-0,1**
Compte financier	**4,7**	**-8,9**	**1,6**	**-2,8**	**22,2**	**22,4**
Investissements directs	1,1	-0,9	-2,2	-3,2	-37,4	-50,8
Français à l'étranger	*1,5*	*-5,5*	*-5,0*	*-4,1*	*-61,6*	*-81,1*
Capital social	*4,0*	*-1,0*	*-1,4*	*-2,6*	*-15,6*	*-29,4*
Bénéfices réinvestis	*-2,1*	*-2,1*	*-2,1*	*-2,1*	*-24,2*	*-28,4*
Autres opérations	*-0,4*	*-2,4*	*-1,5*	*0,7*	*-21,8*	*-23,3*
Étrangers en France	*-0,5*	*4,6*	*2,8*	*0,9*	*24,1*	*30,3*
Capital social	*0,6*	*1,3*	*8,4*	*-0,5*	*10,6*	*10,2*
Bénéfices réinvestis	*0,8*	*0,8*	*0,8*	*0,8*	*12,5*	*9,3*
Autres opérations	*-1,8*	*2,5*	*-6,4*	*0,6*	*1,0*	*10,8*
Investissements de portefeuille	-17,3	6,1	34,2	-23,4	111,0	231,7
Avoirs	*-30,8*	*3,6*	*35,7*	*-21,3*	*19,7*	*153,9*
Actions	*6,9*	*0,2*	*5,7*	*-4,9*	*-4,9*	*18,9*
Obligations	*-33,1*	*2,1*	*22,9*	*-12,5*	*-13,3*	*72,4*
Titres de créance à court terme	*-4,6*	*1,4*	*7,1*	*-3,9*	*37,9*	*62,6*
Engagements	*13,5*	*2,4*	*-1,5*	*-2,1*	*91,3*	*77,8*
Actions	*4,7*	*-10,5*	*-4,9*	*-5,7*	*0,1*	*-21,0*
Obligations	*5,7*	*17,1*	*8,7*	*5,2*	*84,1*	*113,1*
Titres de créance à court terme	*3,1*	*-4,2*	*-5,3*	*-1,6*	*7,0*	*-14,3*
Instruments financiers dérivés	-1,4	1,6	0,0	-2,2	29,3	5,9
Autres investissements	23,1	-18,1	-30,0	26,7	-72,7	-169,9
Avoirs de réserve	-0,7	2,4	-0,3	-0,7	-8,0	5,5
Erreurs et omissions nettes	**-1,6**	**13,4**	**-1,0**	**3,6**	**15,3**	**19,9**

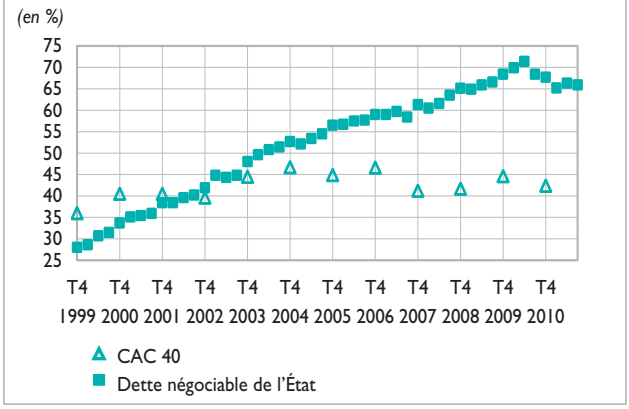
Source : Banque de France *Réalisé le 20 mars 2012*

Figure 10
Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)

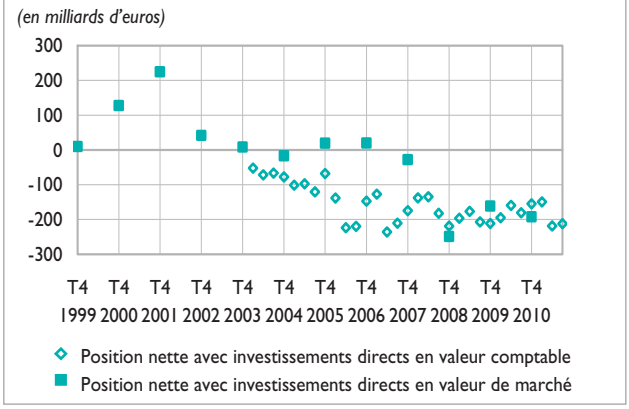
(en milliards d'euros)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T3
Créances	**4 041,2**	**4 533,5**	**4 414,1**	**4 673,2**	**5 061,7**	**5 129,6**
Investissements directs français à l'étranger	793,0	874,2	975,3	1 041,9	1 144,8	1 190,4
Capitaux propres	*548,8*	*598,2*	*658,6*	*700,0*	*775,8*	*806,8*
Autres opérations	*244,3*	*276,0*	*316,7*	*341,9*	*369,0*	*383,5*
Investissements de portefeuille (titres étrangers détenus par les résidents)	1 851,0	2 014,1	1 857,4	2 056,3	2 099,7	1 937,2
Instruments financiers dérivés	159,2	241,0	234,0	273,5	324,5	361,2
Autres investissements	1 163,3	1 325,7	1 273,5	1 209,1	1 368,2	1 507,9
Avoirs de réserve	74,6	78,6	74,0	92,4	124,5	132,9
Engagements	**-4 188,3**	**-4 708,2**	**-4 633,3**	**-4 884,9**	**-5 216,8**	**-5 341,8**
Investissements directs étrangers en France	-578,7	-649,1	-684,5	-690,7	-722,2	-739,8
Capitaux propres	*-348,7*	*-386,2*	*-395,3*	*-394,2*	*-418,0*	*-425,8*
Autres opérations	*-230,0*	*-262,9*	*-289,2*	*-296,5*	*-304,2*	*-313,9*
Investissements de portefeuille (titres français détenus par les non-résidents)	-1 963,0	-1 987,9	-1 872,5	-2 315,3	-2 450,1	-2 476,8
Instruments financiers dérivés	-188,9	-312,6	-289,3	-311,8	-397,2	-442,9
Autres investissements	-1 457,7	-1 758,7	-1 787,0	-1 567,0	-1 647,3	-1 682,3
Position nette	**-147,1**	**-174,7**	**-219,2**	**-211,7**	**-155,1**	**-212,2**

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



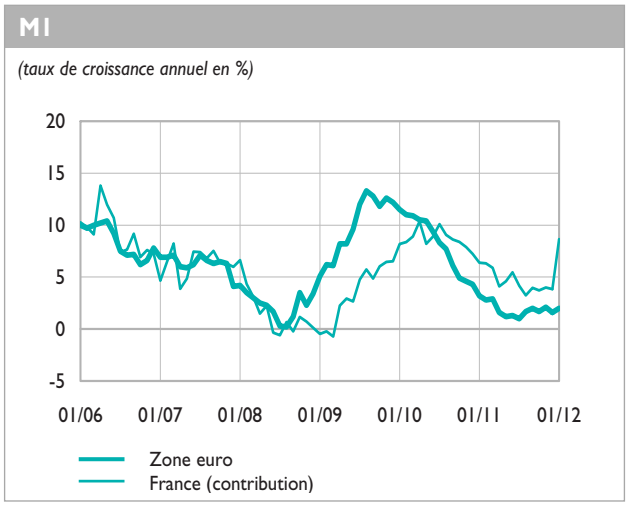
Source : Banque de France

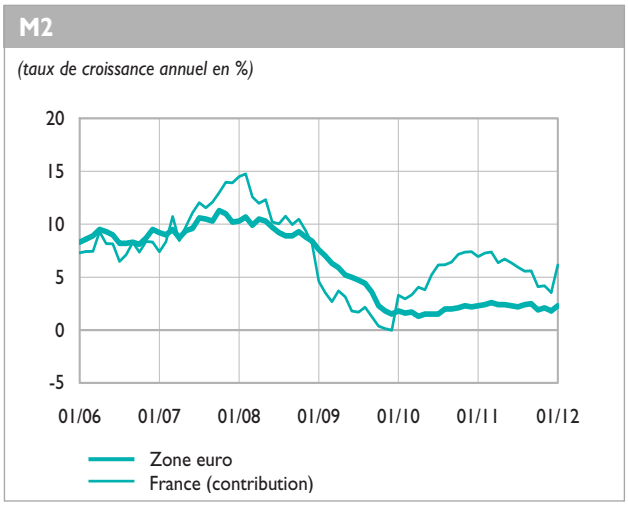
Réalisé le 20 mars 2012

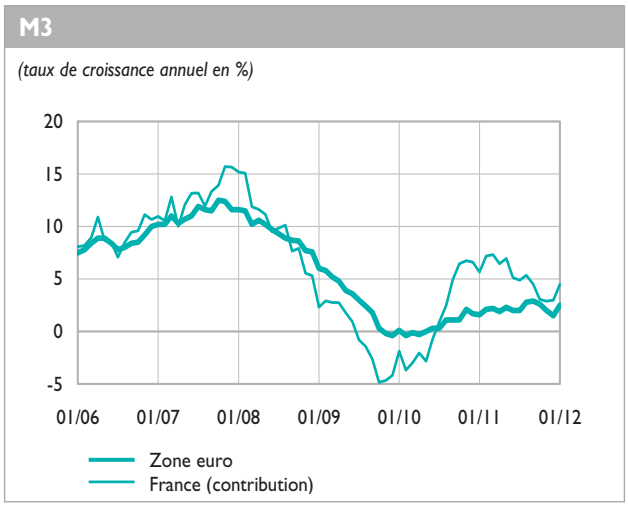
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

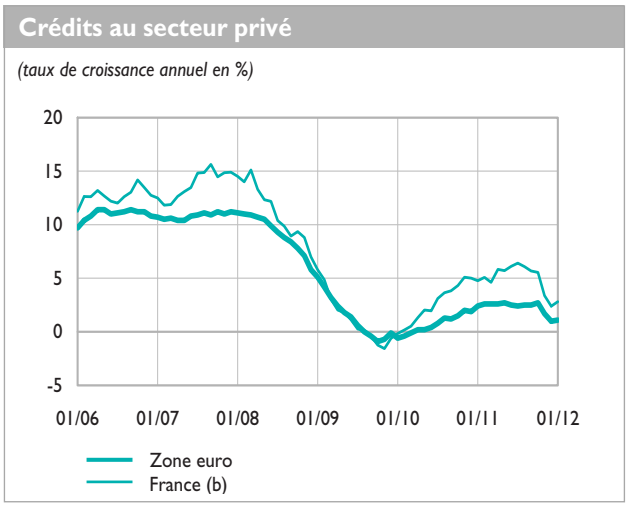
(taux de croissance annuel en %)

	2009	2010	2011	2011	2011						2012
	déc.	déc.	déc.	janv.	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.
M1											
Zone euro (a)	12,2	4,3	1,6	3,2	1,0	1,7	2,0	1,7	2,1	1,6	2,0
France (contribution)	6,5	7,2	3,8	6,4	4,2	3,2	4,0	3,7	4,0	3,8	8,7
M2											
Zone euro (a)	1,5	2,2	1,8	2,3	2,2	2,4	2,5	1,9	2,1	1,8	2,3
France (contribution)	0,0	7,4	3,5	6,9	5,9	5,6	5,6	4,1	4,2	3,5	6,2
M3											
Zone euro (a)	-0,4	1,7	1,5	1,6	2,0	2,8	2,9	2,6	2,0	1,5	2,5
France (contribution)	-4,2	6,6	3,0	5,6	4,9	5,3	4,5	3,1	2,9	3,0	4,5
Crédits au secteur privé											
Zone euro (a)	-0,1	1,9	1,0	2,4	2,4	2,5	2,5	2,7	1,7	1,0	1,1
France (b)	-0,6	5,0	2,4	4,8	6,4	6,1	5,7	5,6	3,4	2,4	2,8









(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 mars 2012*

Figure 12
Bilan de la Banque de France

(encours en fin de période en milliards d'euros)

	2009	2010	2011	2011	2011			2012
	déc.	déc.	déc.	janv.	oct.	nov.	déc.	janv.
Actif								
Territoire national	179,5	103,7	294,9	99,6	220,4	233,7	294,9	290,0
Crédits	143,6	56,3	218,4	52,4	158,7	166,8	218,4	211,1
IFM (a)	*143,5*	*56,1*	*218,2*	*52,2*	*158,5*	*166,6*	*218,2*	*210,9*
Administration centrale	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Secteur privé	*0,1*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*
Titres autres que des actions	35,9	47,4	76,6	47,2	61,7	66,9	76,6	78,9
IFM	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Administration centrale	*35,9*	*47,4*	*76,6*	*47,2*	*61,7*	*66,9*	*76,6*	*78,9*
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	77,1	86,7	106,8	85,1	101,9	105,2	106,8	106,1
Reste du monde	96,3	99,1	110,5	100,5	106,6	105,2	110,5	108,8
Avoirs en or	60,0	82,6	95,3	76,3	96,5	102,1	95,3	103,3
Non ventilés par zones géographiques (b)	97,2	113,2	106,1	111,1	105,3	101,7	106,1	107,8
Total	**510,1**	**485,3**	**713,6**	**472,6**	**630,6**	**647,8**	**713,6**	**716,1**
Passif								
Dépôts – Territoire national	88,6	51,6	185,6	60,6	86,9	112,9	185,6	144,6
IFM	68,0	49,6	176,2	59,9	85,1	94,2	176,2	123,1
Administration centrale	19,0	1,5	8,9	0,3	1,4	18,2	8,9	21,0
Autres secteurs (à vue)	1,6	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4
Dépôts – Autres États de la zone euro	62,0	28,3	79,6	18,7	98,5	90,4	79,6	113,7
IFM	62,0	28,3	79,6	18,7	98,5	90,4	79,6	113,7
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – reste du monde	112,7	122,9	145,8	122,3	138,7	136,5	145,8	143,4
Non ventilés par zones géographiques	246,8	282,5	302,6	270,9	306,4	307,9	302,6	314,4
Billets et pièces en circulation (c)	153,7	160,1	169,0	156,3	164,4	165,0	169,0	165,2
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	70,6	97,6	112,4	90,6	111,9	117,7	112,4	120,5
Autres	22,5	24,8	21,2	24,0	30,1	25,2	21,2	28,7
Total	**510,1**	**485,3**	**713,6**	**472,6**	**630,6**	**647,8**	**713,6**	**716,1**

(a) Ce montant intègre notamment l'encours des opérations de marché.
(b) Y compris l'ajustement lié au nouveau mode de comptabilisation des billets au passif du bilan de la Banque de France depuis janvier 2002. Par ailleurs, cette rubrique a fait partiellement l'objet d'un reclassement vers les crédits.
(c) 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 mars 2012*

Figure 13
Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France – France

(encours en fin de période en milliards d'euros)

	2009	2010	2011	2011	2011			2012
	déc.	déc.	déc.	janv.	oct.	nov.	déc.	janv.
Actif								
Territoire national	4 527,2	4 568,2	4 983,9	4 614,7	4 876,0	4 909,4	4 983,9	4 978,7
Crédits	3 509,9	3 562,1	3 958,6	3 615,7	3 867,0	3 887,6	3 958,6	3 931,0
IFM	*1 486,5*	*1 413,9*	*1 747,4*	*1 462,5*	*1 636,8*	*1 667,1*	*1 747,4*	*1 699,8*
APU	*196,1*	*217,8*	*195,1*	*215,4*	*189,8*	*190,4*	*195,1*	*196,6*
Secteur privé	*1 827,4*	*1 930,4*	*2 016,2*	*1 937,8*	*2 040,3*	*2 030,2*	*2 016,2*	*2 034,7*
Titres autres que des actions	622,6	613,6	673,2	607,2	657,2	661,7	673,2	689,9
IFM ≤ 2 ans	*229,8*	*208,5*	*223,1*	*200,9*	*225,9*	*230,1*	*223,1*	*229,7*
IFM > 2 ans	*113,4*	*134,8*	*131,9*	*135,1*	*124,1*	*116,9*	*131,9*	*121,0*
APU	*159,7*	*152,1*	*152,8*	*151,7*	*146,7*	*150,7*	*152,8*	*155,4*
Secteur privé	*119,8*	*118,3*	*165,3*	*119,4*	*160,5*	*164,1*	*165,3*	*183,8*
Titres d'OPCVM monétaires	79,1	52,6	43,6	53,4	47,7	48,2	43,6	45,4
Actions et autres participations	315,5	339,9	308,5	338,3	304,1	311,8	308,5	312,4
Autres États de la zone euro	1 034,4	1 020,2	815,0	1 040,3	882,2	866,2	815,0	821,3
Reste du monde	848,2	962,9	975,6	989,5	976,5	963,7	975,6	970,4
Non ventilés par zones géographiques	1 247,1	1 278,7	1 624,2	1 229,1	1 701,2	1 622,7	1 624,2	1 682,2
Total	**7 656,7**	**7 830,1**	**8 398,7**	**7 873,6**	**8 435,8**	**8 361,9**	**8 398,7**	**8 452,5**
Passif								
Dépôts – Territoire national	3 099,0	3 035,3	3 606,8	3 060,0	3 510,1	3 525,2	3 606,8	3 616,9
IFM	1 571,3	1 423,1	1 808,6	1 454,5	1 729,9	1 756,9	1 808,6	1 779,4
Administration centrale	28,3	28,7	36,6	29,7	38,5	41,8	36,6	36,0
Autres secteurs	1 499,4	1 583,5	1 761,6	1 575,8	1 741,6	1 726,4	1 761,6	1 801,5
Dépôts à vue	*463,1*	*502,1*	*527,4*	*485,5*	*507,6*	*501,1*	*527,4*	*539,3*
Dépôts à terme ≤ 2 ans	*131,3*	*133,4*	*156,0*	*131,6*	*160,0*	*159,8*	*156,0*	*158,8*
Dépôts à terme > 2 ans	*362,4*	*377,0*	*483,7*	*377,6*	*477,9*	*472,3*	*483,7*	*496,0*
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	*501,1*	*518,8*	*559,3*	*527,7*	*550,2*	*549,5*	*559,3*	*567,3*
Pensions	*41,5*	*52,3*	*35,3*	*53,4*	*45,9*	*43,7*	*35,3*	*40,1*
Dépôts – Autres États de la zone euro	338,3	380,3	354,0	392,8	392,2	395,7	354,0	355,1
IFM	229,3	220,6	241,7	237,4	254,9	257,3	241,7	238,4
Autres secteurs	109,0	159,7	112,4	155,4	137,2	138,4	112,4	116,6
Dépôts – reste du monde	880,9	968,9	791,3	1 005,2	808,0	776,5	791,3	759,3
Non ventilés par zones géographiques	3 338,6	3 445,6	3 646,6	3 415,5	3 725,6	3 664,5	3 646,6	3 721,2
Titres de créance émis ≤ 2 ans	*381,4*	*409,8*	*420,0*	*413,9*	*416,0*	*414,6*	*420,0*	*411,8*
Titres de créance émis > 2 ans	*715,2*	*754,9*	*821,9*	*766,9*	*816,5*	*818,4*	*821,9*	*828,9*
Titres d'OPCVM monétaires	479,2	394,3	351,1	388,1	355,1	360,7	351,1	358,0
Capital et réserves	454,7	476,7	498,3	474,6	486,9	489,7	498,3	498,5
Autres	1 308,1	1 409,9	1 555,2	1 372,0	1 651,1	1 581,2	1 555,2	1 624,0
Total	**7 656,7**	**7 830,1**	**8 398,7**	**7 873,6**	**8 435,8**	**8 361,9**	**8 398,7**	**8 452,5**

NB : Depuis juillet 2003, les opérations financières de La Poste sont recensées dans le bilan des institutions financières monétaires. Il en résulte notamment un accroissement, à l'actif, du poste « Actions et autres participations » et, au passif, des postes « Dépôts à vue » et « Capital et réserves ».

Source : Banque de France *Réalisé le 20 mars 2012*

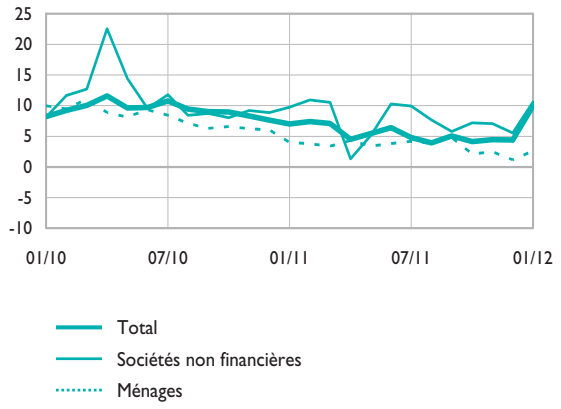
Figure 14
Dépôts – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)

	2009	2010	2011	2011	2011			2012
	déc.	déc.	déc.	janv.	oct.	nov.	déc.	janv.
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	481,1	516,3	541,2	488,6	509,4	506,2	541,2	525,5
Ménages et assimilés	*262,4*	*278,4*	*284,4*	*275,7*	*283,3*	*276,7*	*284,4*	*285,7*
Sociétés non financières	*167,0*	*182,5*	*198,2*	*164,5*	*176,7*	*180,1*	*198,2*	*187,3*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*51,7*	*55,4*	*58,6*	*48,3*	*49,4*	*49,4*	*58,6*	*52,4*
Autres agents	32,6	38,7	38,8	42,4	40,8	38,2	38,8	58,8
Total – Encours	**513,7**	**555,1**	**580,0**	**531,0**	**550,2**	**544,5**	**580,0**	**584,3**
Total – Taux de croissance	**6,8**	**7,6**	**4,4**	**7,0**	**4,2**	**4,5**	**4,4**	**9,9**
Comptes sur livret								
Livrets A et bleus	183,4	193,5	214,7	197,4	210,1	210,0	214,7	218,9
Comptes épargne-logement	36,6	36,1	36,1	36,5	36,0	35,7	36,1	36,3
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	69,1	68,0	69,4	68,9	68,6	68,1	69,4	70,7
Livrets d'épargne populaire	58,3	54,4	52,4	53,5	53,0	52,7	52,4	51,4
Livrets jeunes	7,2	7,0	7,0	6,9	7,0	7,0	7,0	6,9
Livrets soumis à l'impôt	146,5	159,8	179,7	164,5	175,6	175,9	179,7	183,2
Total – Encours	**501,1**	**518,8**	**559,3**	**527,7**	**550,2**	**549,5**	**559,3**	**567,3**
Total – Taux de croissance	**3,1**	**3,5**	**7,3**	**4,8**	**7,2**	**7,1**	**7,3**	**7,0**

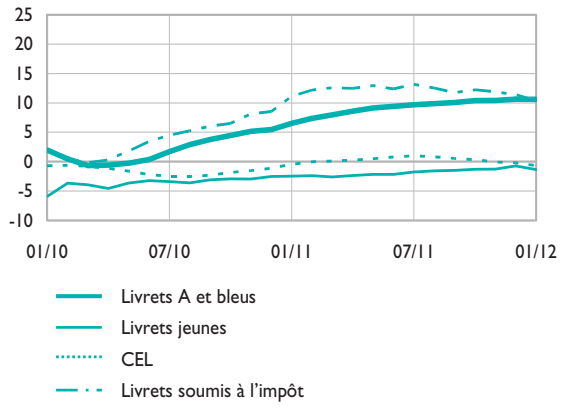
Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 mars 2012

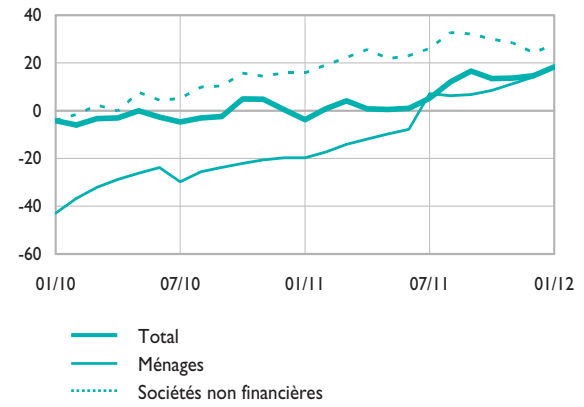
Figure 15
Dépôts à terme – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)

	2009	2010	2011	2011	2011			2012
	déc.	déc.	déc.	janv.	oct.	nov.	déc.	janv.
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	86,1	89,1	113,2	89,8	111,7	111,6	113,2	117,5
Ménages et assimilés	*30,4*	*24,5*	*31,7*	*24,5*	*30,8*	*31,2*	*31,7*	*32,8*
Sociétés non financières	*55,1*	*63,9*	*80,6*	*64,6*	*79,9*	*79,5*	*80,6*	*83,7*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*0,6*	*0,7*	*1,0*	*0,8*	*1,0*	*1,0*	*1,0*	*1,0*
Autres agents	45,1	44,2	42,7	41,8	48,4	48,2	42,7	41,3
Total – Encours	**131,3**	**133,4**	**156,0**	**131,6**	**160,0**	**159,8**	**156,0**	**158,8**
Total – Taux de croissance	**-27,4**	**0,5**	**14,7**	**-3,8**	**13,4**	**13,7**	**14,7**	**18,4**
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	264,3	282,6	306,7	284,5	300,0	300,9	306,7	310,4
Ménages et assimilés	*241,4*	*248,0*	*259,0*	*248,9*	*253,7*	*253,9*	*259,0*	*260,9*
PEL	*173,8*	*182,3*	*186,6*	*182,9*	*182,9*	*182,6*	*186,6*	*186,6*
PEP	*29,0*	*26,6*	*24,4*	*26,5*	*24,3*	*24,1*	*24,4*	*24,3*
Autres	*38,6*	*39,1*	*48,0*	*39,5*	*46,5*	*47,2*	*48,0*	*50,0*
Sociétés non financières	*22,5*	*34,0*	*46,6*	*35,0*	*45,4*	*46,1*	*46,6*	*48,4*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*0,4*	*0,6*	*1,1*	*0,6*	*0,9*	*1,0*	*1,1*	*1,1*
Autres agents	98,1	94,4	177,0	93,1	178,0	171,4	177,0	185,6
Total – Encours	**362,4**	**377,0**	**483,7**	**377,6**	**477,9**	**472,3**	**483,7**	**496,0**
Total – Taux de croissance	**38,1**	**3,5**	**18,8**	**3,0**	**20,9**	**19,1**	**18,8**	**21,5**

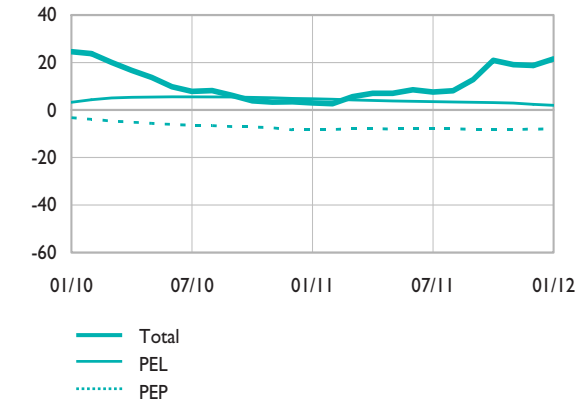
Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 20 mars 2012

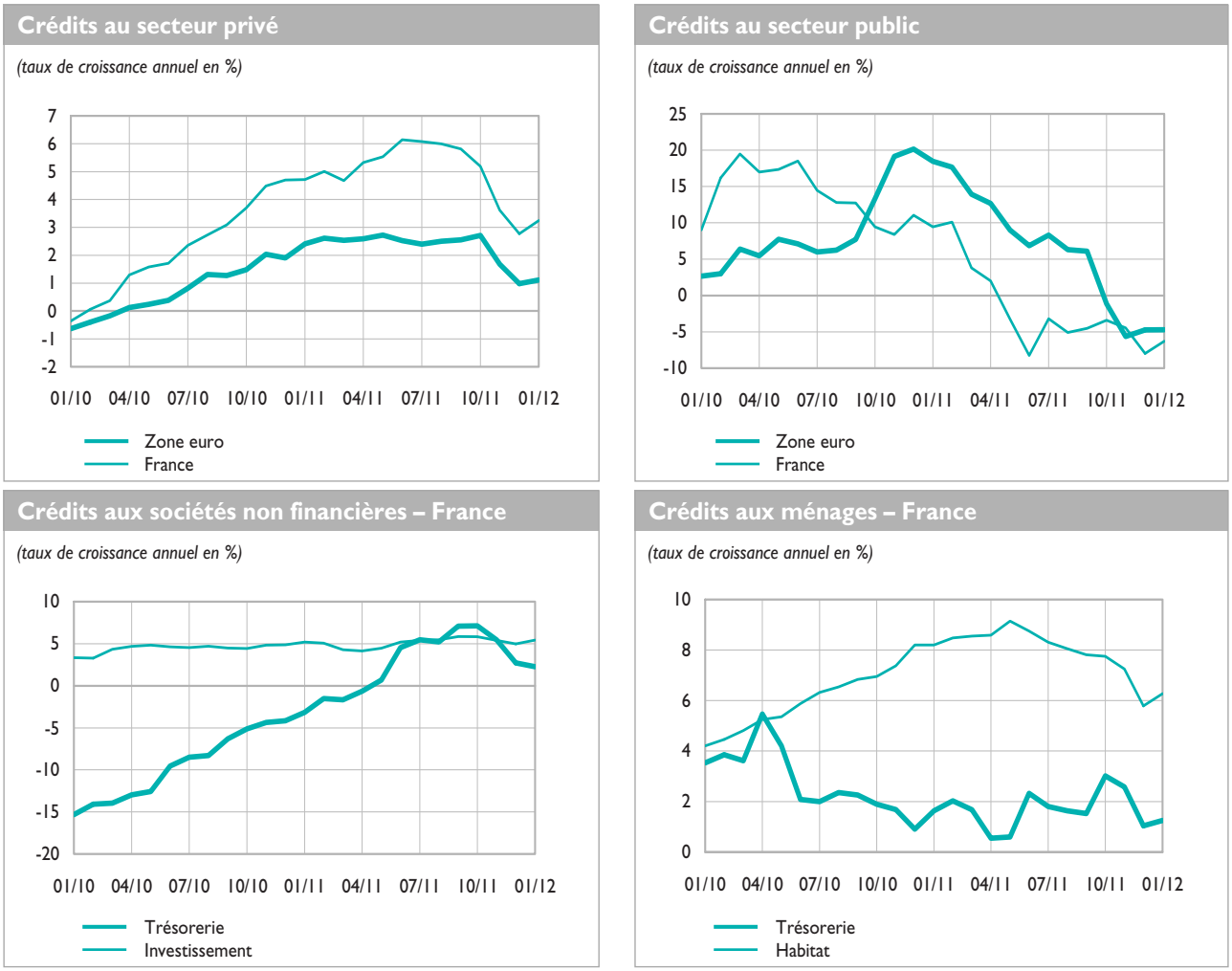
Figure 16
Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance annuel en %)

	2009	2010	2011	2011	2011				2012
	déc.	déc.	déc.	janv.	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 827,5	1 930,6	2 016,3	1 937,9	2 044,6	2 040,5	2 030,4	2 016,3	2 034,9
Administrations publiques	196,1	217,8	195,1	215,4	188,6	189,8	190,4	195,1	196,6
Total – Encours	**2 023,6**	**2 148,4**	**2 211,4**	**2 153,4**	**2 233,1**	**2 230,4**	**2 220,8**	**2 211,4**	**2 231,4**
Secteur privé	-0,6	4,7	2,8	4,7	5,8	5,2	3,6	2,8	3,2
Administrations publiques	12,8	11,0	-8,0	9,5	-4,5	-3,4	-4,5	-8,0	-6,3
Total – Taux de croissance	**0,5**	**5,3**	**1,7**	**5,2**	**4,9**	**4,4**	**2,9**	**1,7**	**2,3**
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	500,1	525,0	546,4	526,2	541,5	542,7	544,8	546,4	550,0
Trésorerie	185,7	179,7	187,3	180,0	195,0	198,9	195,7	187,3	186,7
Autres objets	83,5	76,1	81,1	74,8	79,4	78,7	76,7	81,1	79,7
Total – Encours	**769,3**	**780,8**	**814,7**	**781,0**	**815,9**	**820,4**	**817,1**	**814,7**	**816,5**
Total – Taux de croissance	**-1,2**	**1,2**	**4,4**	**1,4**	**5,4**	**5,4**	**4,5**	**4,4**	**4,6**
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	737,6	796,6	843,2	798,5	835,9	836,9	839,4	843,2	849,1
Trésorerie	152,9	154,7	149,3	153,8	149,8	149,5	150,0	149,3	148,7
Autres objets	84,2	87,1	90,5	87,5	90,0	91,4	91,1	90,5	90,9
Total – Encours	**974,7**	**1 038,4**	**1 083,1**	**1 039,7**	**1 075,7**	**1 077,7**	**1 080,6**	**1 083,1**	**1 088,7**
Total – Taux de croissance	**4,0**	**6,6**	**4,9**	**6,7**	**6,4**	**6,7**	**6,3**	**4,9**	**5,3**

Source : Banque de France *Réalisé le 20 mars 2012*

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 mars 2012*

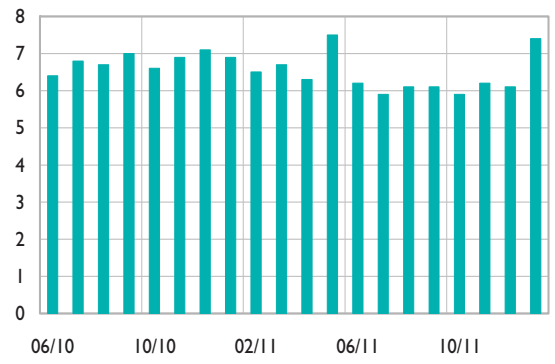
Figure 18
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente, hors découverts – France

(flux mensuel cvs en milliards d'euros)

	2010		2011	2011		2012
	nov.	déc.	janv.	nov.	déc.	janv.
Crédits aux sociétés non financières						
Crédits ≤ 1 million d'euros *(a)*	6,9	7,1	6,9	6,2	6,1	7,4
Crédits > 1 million d'euros *(a)*	12,3	14,9	13,5	14,9	15,5	11,9
Crédits aux ménages						
Crédits de trésorerie aux entrepreneurs individuels et aux particuliers, hors crédits renouvelables à la consommation	4,0	4,4	4,2	4,3	4,1	4,2
Crédits à l'habitat	16,6	21,8	15,4	11,0	12,5	12,6

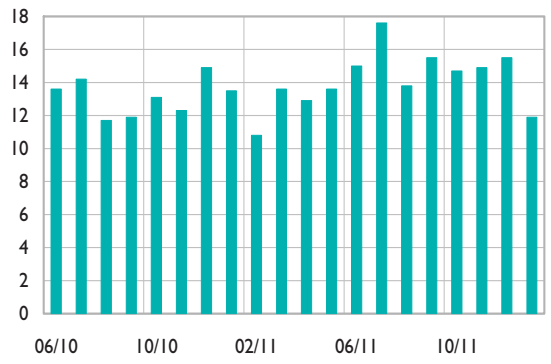
Sociétés non financières – Crédits ≤ 1 million d'euros

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



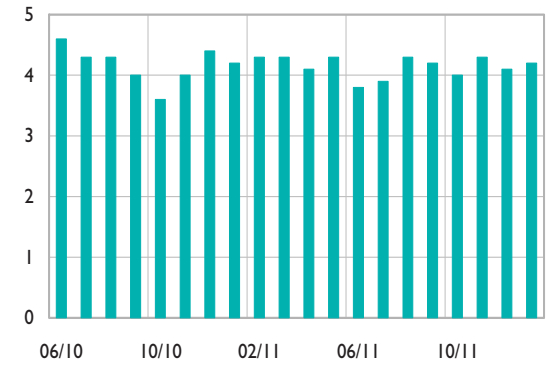
Sociétés non financières – Crédits > 1 million d'euros

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



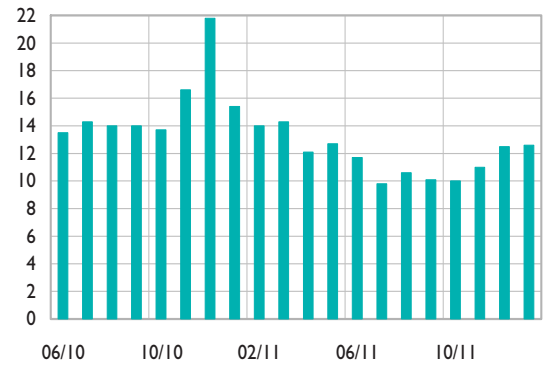
Ménages – Trésorerie

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



Ménages – Habitat

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



(a) Toutes périodes de fixation initiale du taux

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 20 mars 2012

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
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	-5,6	-17,6	-1,4	-4,7	25,1	833,3
dont dépôts inclus dans M3 (a)	*5,8*	*-9,7*	*-9,3*	*-15,1*	*4,9*	*197,8*
Titres de créance à court terme	-3,4	4,8	7,5	2,6	8,1	53,6
Titres de créance à long terme	156,0	142,6	112,1	105,2	52,0	2 665,7
Crédits	11,9	28,4	22,5	25,1	17,1	467,7
Actions et autres participations	98,0	61,2	49,8	67,5	99,8	2 375,3
dont actions cotées	*14,0*	*14,3*	*16,8*	*15,4*	*10,3*	*523,3*
Actifs nets résiduels	38,0	20,7	-0,4	-42,3	-34,7	278,7
Financements						
Titres de créance	1,6	0,3	0,1	2,4	3,2	32,7
Crédits	4,9	3,3	9,6	6,4	-0,5	275,5
Actions et autres participations	4,1	3,9	3,8	0,1	0,7	377,7
Provisions techniques d'assurance	278,6	256,3	208,5	175,7	139,7	6 038,2
Assurance-vie	*269,0*	*244,4*	*199,7*	*175,8*	*143,7*	*5 200,9*
Assurance-dommages	*9,6*	*11,9*	*8,8*	*-0,2*	*-4,0*	*837,3*
Solde des créances et dettes (B9B)	**5,7**	**-23,8**	**-31,9**	**-31,2**	**24,2**	

(en milliards d'euros)

France	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2010		2011			2011
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	2,1	2,2	3,7	2,0	7,0	26,4
Titres de créance à court terme	-0,8	6,2	4,0	2,0	6,1	25,7
Titres de créance à long terme	91,2	97,5	89,2	73,3	42,9	1 146,7
Crédits	-3,9	-2,4	-2,2	-2,0	2,0	35,0
Actions et autres participations	7,0	-18,7	-21,2	-28,7	2,4	574,5
dont actions cotées	*5,2*	*-5,9*	*-2,1*	*-2,7*	*-1,6*	*65,7*
Actifs nets résiduels	2,0	0,1	0,1	7,0	9,4	7,3
Financements						
Titres de créance	1,4	0,6	1,1	2,4	1,5	8,0
Crédits	3,5	12,0	11,6	11,7	12,9	96,3
Actions et autres participations	1,3	0,3	0,0	0,4	0,6	96,3
Provisions techniques d'assurance	94,1	89,0	75,7	68,5	52,1	1 655,4
Assurance-vie et fonds de pension	*83,0*	*77,8*	*68,7*	*61,8*	*47,7*	*1 380,2*
Assurance-dommages	*11,1*	*11,2*	*7,0*	*6,7*	*4,3*	*275,2*
Solde des créances et dettes (B9B)	**6,9**	**-7,2**	**-8,8**	**-22,3**	**8,4**	

(a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des assurances auprès des IFM et des administrations centrales

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 mars 2012*

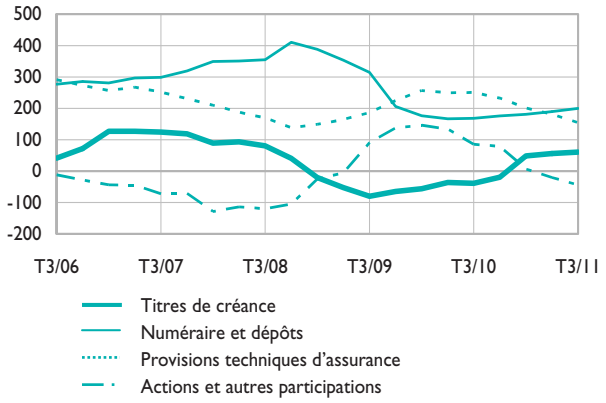
Figure 20
Placements et financements des ménages – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2010		2011			2011
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	168,8	175,9	181,3	189,4	199,9	6 728,1
dont dépôts inclus dans M3 (a)	*55,5*	*85,4*	*111,2*	*107,8*	*114,1*	*5 067,9*
Titres de créance à court terme	-20,5	-9,2	10,9	16,0	6,3	51,8
Titres de créance à long terme	-18,3	-10,3	37,7	40,2	54,5	1 318,3
Actions et autres participations	85,4	79,2	6,5	-20,7	-44,0	3 973,7
Actions cotées	29,8	20,0	11,3	0,6	1,9	652,2
Actions non cotées et autres participations	79,0	86,6	43,6	20,9	20,0	2 066,4
Titres d'OPCVM	-23,4	-27,4	-48,4	-42,2	-65,9	1 255,1
dont titres d'OPCVM monétaires	*-82,0*	*-50,6*	*-37,9*	*-32,9*	*-23,2*	*187,3*
Provisions techniques d'assurance	251,0	232,4	201,3	181,5	154,3	5 826,5
Actifs nets résiduels	-2,5	-8,1	5,2	41,1	12,2	45,8
Financements						
Crédits	111,4	124,7	124,8	141,5	125,9	6 169,4
dont crédits des IFM de la zone euro	*134,7*	*147,5*	*169,7*	*167,7*	*148,6*	*5 313,3*
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	-42,9	41,3	32,0	171,6	-353,6	
Provisions techniques d'assurance	139,4	82,7	26,1	47,2	-30,3	
Autres flux	-40,4	-95,4	-113,5	7,3	-46,7	
Variation de la valeur financière nette	**408,5**	**363,8**	**262,7**	**532,1**	**-173,4**	

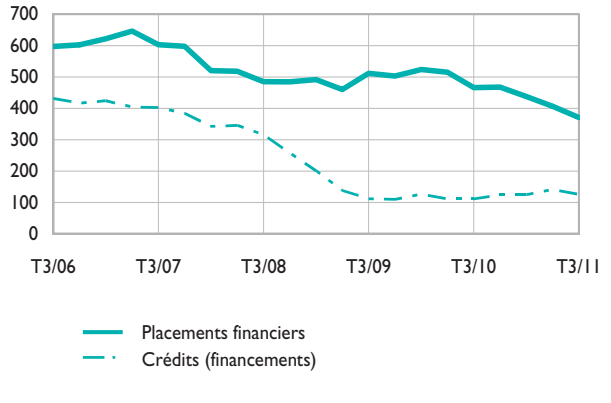
Flux de placements financiers

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



Flux de placements financiers et de financements

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



(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 mars 2012*

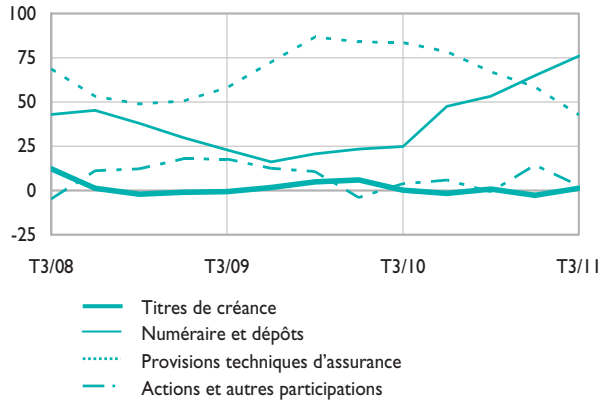
Figure 21
Placements et financements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2010		2011			2011
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	24,9	47,6	53,2	64,9	76,0	1 208,9
Titres de créance à court terme	0,1	-1,2	-0,7	-3,2	-1,8	1,6
Titres de créance à long terme	0,1	-0,5	1,5	0,4	3,1	61,8
Actions et autres participations	3,8	5,9	-0,7	14,3	2,7	909,1
Actions cotées	8,6	5,9	3,4	1,5	-0,3	137,7
Actions non cotées et autres participations	15,5	15,3	13,6	17,0	15,6	497,1
Titres d'OPCVM	-20,4	-15,3	-17,7	-4,3	-12,5	274,3
dont titres d'OPCVM monétaires	*-18,7*	*-12,5*	*-12,4*	*-10,8*	*-7,7*	*41,2*
Provisions techniques d'assurance	83,6	78,5	67,0	58,5	42,8	1 492,0
Actifs nets résiduels	35,8	23,5	21,1	30,0	10,8	83,9
Financements						
Crédits	53,1	61,5	63,3	73,5	73,1	1 109,1
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	40,8	48,5	40,8	87,0	-91,2	
Provisions techniques d'assurance	1,3	-2,9	-2,8	12,2	-19,5	
Autres flux	14,5	5,1	5,6	6,6	8,7	
Variation de la valeur financière nette	**151,7**	**142,9**	**121,7**	**197,3**	**-41,5**	

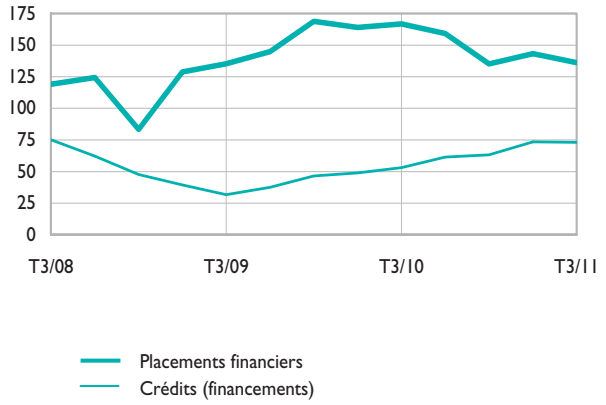
Flux de placements financiers

(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 mars 2012

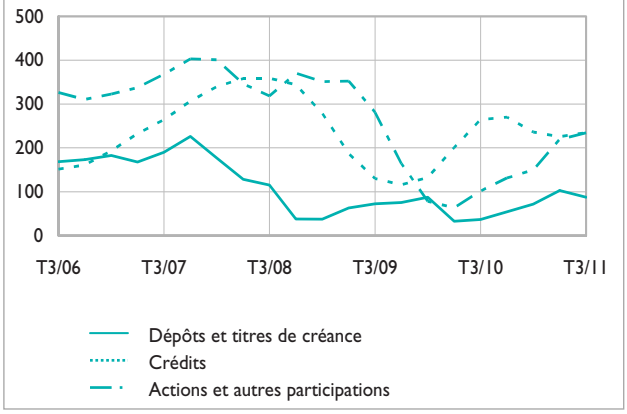
Figure 22
Placements et financements des sociétés non financières – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2010		2011			2011
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	44,5	66,5	75,8	85,1	72,8	1 925,3
dont dépôts inclus dans M3 (a)	*46,1*	*67,1*	*62,3*	*64,7*	*41,0*	*1 568,6*
Titres de créance	-7,7	-12,4	-4,0	17,9	14,8	317,7
Crédits	264,7	270,2	236,0	226,0	235,1	3 236,6
Actions et autres participations	101,6	131,4	149,5	219,6	234,5	7 146,5
Provisions techniques d'assurance	1,5	1,2	0,9	0,6	1,6	177,4
Actifs nets résiduels	43,0	-38,2	-28,4	-16,4	-64,8	-188,2
Financements						
Endettement	214,6	208,9	242,7	306,0	259,1	9 874,8
Crédits	141,8	138,4	195,0	259,3	211,0	8 617,3
dont crédits des IFM de la zone euro	*-25,8*	*-2,5*	*41,7*	*66,3*	*74,2*	*4 754,8*
Titres de créance	71,4	66,7	44,5	43,7	45,7	922,4
Réserves de fonds de pension	1,3	3,7	3,2	2,9	2,4	335,0
Actions et autres participations	226,4	224,2	235,4	257,0	241,6	11 957,6
Actions cotées	*36,4*	*29,6*	*29,5*	*28,5*	*29,4*	*3 142,0*
Actions non cotées et autres participations	*190,0*	*194,6*	*205,9*	*228,6*	*212,2*	*8 815,6*
Solde des créances et dettes (B9B)	**6,5**	**-14,3**	**-48,3**	**-30,2**	**-6,8**	

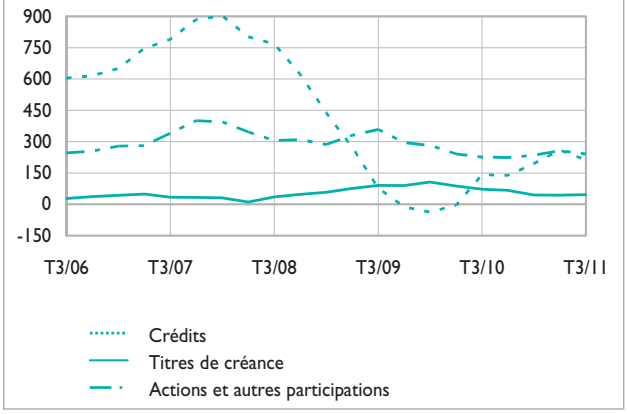
Flux de placements financiers

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



Flux de financements

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



(a) Dépôts à moins de 2 ans et à préavis de moins de 3 mois des SNF auprès des IFM et des administrations centrales

Source : Banque centrale européenne *Réalisé le 20 mars 2012*

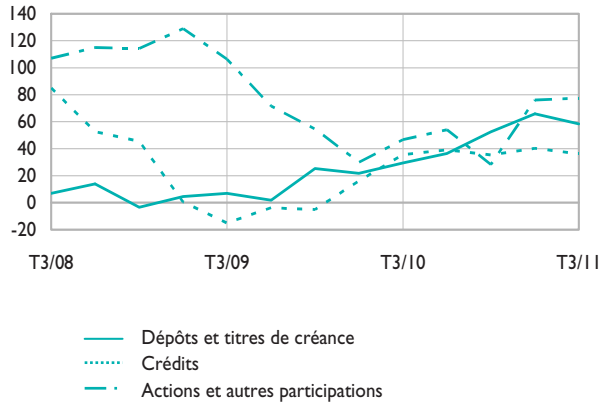
Figure 23
Placements et financements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2010		2011			2011
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	26,3	34,8	53,2	62,3	52,6	377,7
Titres de créance	3,2	1,5	-0,7	3,6	5,9	73,8
Crédits	35,6	39,1	35,4	40,3	36,2	822,6
Actions et autres participations	46,7	54,0	28,1	76,1	77,4	2 436,4
Provisions techniques d'assurance	0,3	0,4	-0,1	-0,1	0,2	52,4
Actifs nets résiduels	1,3	1,1	4,0	-15,7	-37,8	4,2
Financements						
Endettement	48,8	47,1	46,2	72,1	80,7	2 095,1
Crédits	19,0	21,4	25,9	51,7	59,8	1 675,1
Titres de créance	29,8	25,7	20,3	20,4	20,9	420,0
Actions et autres participations	103,5	108,3	97,8	111,1	98,3	3 688,7
Actions cotées	*10,9*	*7,5*	*6,6*	*9,0*	*10,4*	*957,9*
Actions non cotées et autres participations	*92,6*	*100,7*	*91,2*	*102,1*	*88,0*	*2 730,9*
Solde des créances et dettes (B9B)	**-38,9**	**-24,4**	**-24,2**	**-16,7**	**-44,6**	

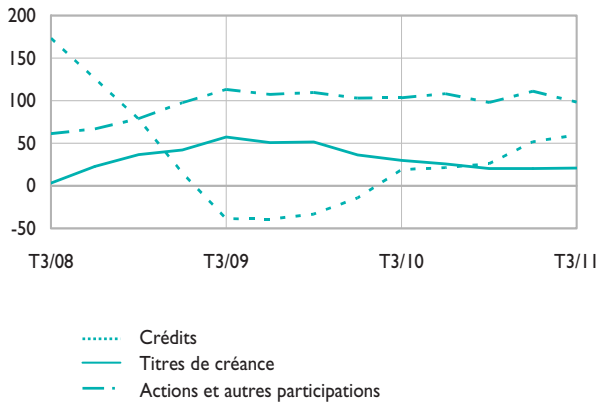
Flux de placements financiers

(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 mars 2012

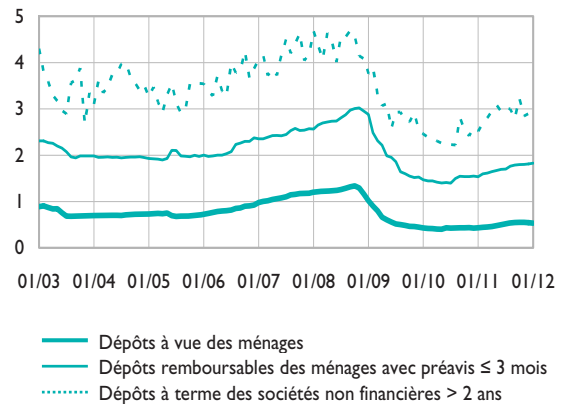
Figure 24
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2010	2011	2011	2011				2012
	déc.	déc.	janv.	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,43	0,54	0,43	0,55	0,55	0,55	0,54	0,53
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,55	1,81	1,53	1,79	1,80	1,80	1,81	1,83
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	2,60	2,90	2,52	2,79	3,23	2,84	2,90	2,92
France								
Livret A (fin de période)	1,75	2,25	1,75	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Livrets à taux réglementés	1,78	2,25	1,77	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Livrets à taux de marché	1,66	2,07	1,61	1,95	1,98	2,07	2,07	2,10
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,18	2,28	2,11	2,35	2,42	2,36	2,28	2,25
Dépôts à terme > 2 ans	3,09	3,12	3,11	3,18	3,13	3,17	3,12	3,09

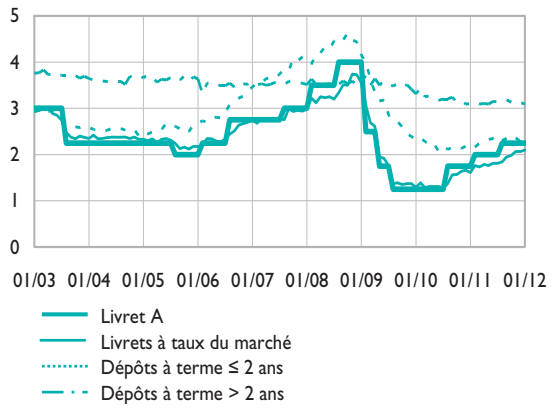
Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)



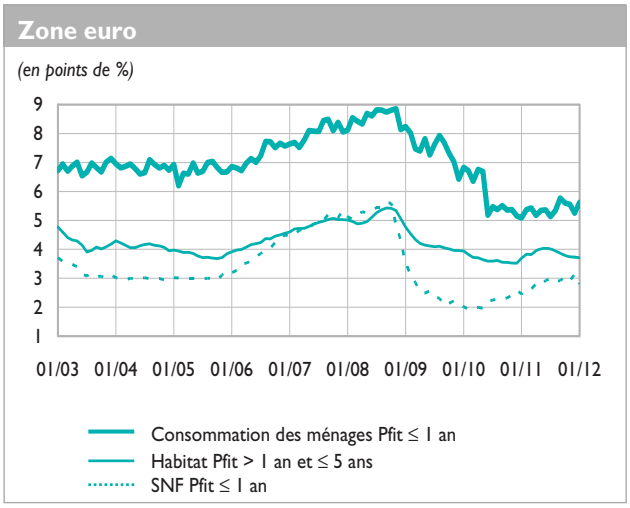
Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

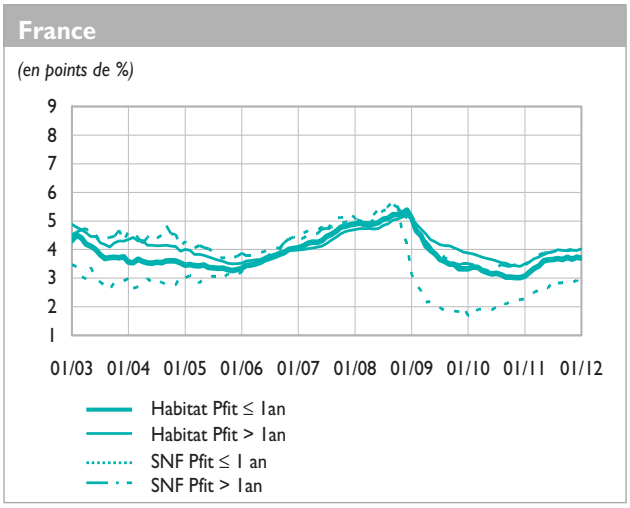
Réalisé le 20 mars 2012

Figure 25
Coût du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2011											2012
	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	5,37	5,43	5,17	5,35	5,37	5,13	5,34	5,77	5,60	5,56	5,26	5,63
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	3,83	3,82	3,95	4,01	4,04	4,02	3,96	3,86	3,79	3,74	3,74	3,71
SNF > EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an (a)	2,62	2,63	2,80	2,75	2,92	3,00	2,90	2,92	3,05	2,92	3,15	2,80
France												
Consommation des ménages	**6,05**	**6,08**	**6,14**	**6,19**	**6,21**	**6,23**	**6,27**	**6,16**	**6,22**	**6,29**	**6,35**	**6,59**
Habitat												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,21	3,34	3,43	3,61	3,64	3,65	3,69	3,65	3,73	3,66	3,73	3,70
Pfit > 1 an (a)	3,57	3,68	3,74	3,82	3,89	3,92	3,99	3,97	3,96	3,98	3,97	4,02
SNF												
Pfit ≤ 1 an (a)	2,40	2,50	2,58	2,70	2,65	2,93	2,83	2,84	2,84	2,84	2,93	2,73
Pfit > 1 an (a)	3,56	3,65	3,81	3,88	3,89	3,92	3,97	3,97	3,98	4,01	4,01	4,03





(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 mars 2012*

Figure 26
Coût du crédit – France

(en %)

Seuils de l'usure applicables à partir du 1er jour de la période indiquée	2011			2012
	avril	juil.	oct.	janv.
Prêts aux particuliers (articles L312-1 à L312-26 du code de la consommation)				
Prêts immobiliers				
Prêts à taux fixe	5,61	5,97	6,23	6,24
Prêts à taux variable	5,01	5,33	5,61	5,83
Prêts relais	5,99	6,07	6,28	6,43
Crédits de trésorerie				
Prêts ≤ 1 524 €	**21,47**	21,41	21,03	20,65
Découverts, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > 1 524 € et < 3 000 € et prêts viagers hypothécaires	**19,53**	19,37	19,27	19,15
Prêts personnels et autres prêts d'un montant > 1 524 € et < 3 000 €	**8,03**	11,22	12,76	13,98
Découverts, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > 3 000 € et < 6 000 € et prêts viagers hypothécaires	**19,53**	18,61	18,16	17,69
Prêts personnels et autres prêts d'un montant > 3 000 € et < 6 000 €	**8,03**	10,46	11,65	12,51
Découverts, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > 6 000 € et prêts viagers hypothécaires	**19,53**	17,49	16,62	15,78
Prêts personnels et autres prêts d'un montant > 6 000 €	**8,03**	9,34	10,10	10,60

	2010	2011			
	T4	T1	T2	T3	T4
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	2,64	2,85	3,07	3,38	3,53
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	2,62	2,93	3,15	3,53	3,64
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	2,58	2,80	2,99	3,21	3,36
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	2,50	2,80	3,03	3,27	3,16
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	2,21	2,32	2,48	2,69	2,50
> 1 524 490 €	1,86	1,86	2,24	2,35	2,28
Découvert					
≤ 15 245 €	10,14	10,49	10,56	10,63	10,22
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	7,47	7,71	7,82	7,84	7,59
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,79	5,10	5,28	5,60	5,61
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	2,87	3,14	3,37	3,84	3,93
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,83	2,11	2,29	2,66	2,80
> 1 524 490 €	1,37	1,69	1,89	2,27	2,15
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	3,70	3,73	3,95	4,14	4,23
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,45	3,48	3,72	3,98	4,10
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	3,09	3,29	3,49	3,77	3,66
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	2,67	2,69	2,91	3,27	3,18
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	2,02	2,07	2,32	2,57	2,69
> 1 524 490 €	1,74	1,82	2,05	2,30	2,41
Crédits à moyen et long termes					
≤ 15 245 €	3,49	3,58	3,70	4,11	4,06
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,41	3,47	3,57	3,91	3,85
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	3,31	3,34	3,50	3,86	3,86
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,38	3,39	3,65	3,92	3,90
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,18	3,20	3,53	3,77	3,81
> 1 524 490 €	2,69	2,80	3,10	3,47	3,47

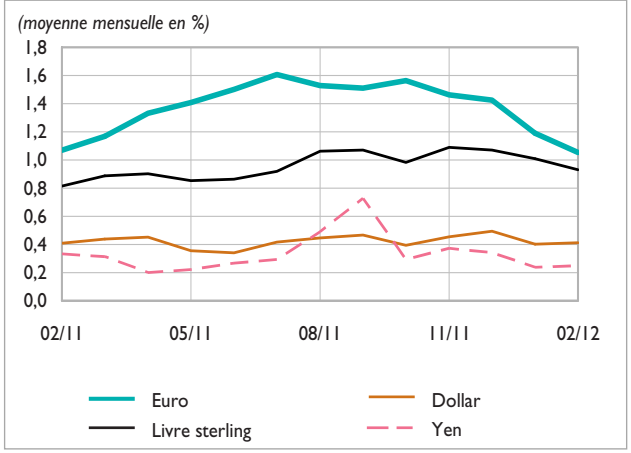
Source : Banque de France *Réalisé le 20 mars 2012*

Figure 27
Taux d'intérêt

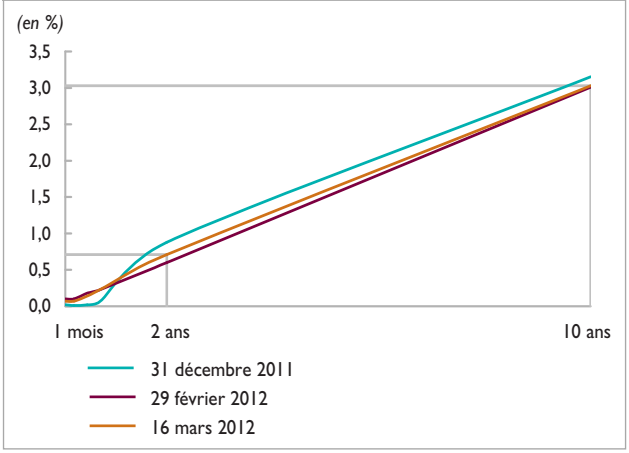
(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 16/03/12
	2011								2012		
	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											**1,00**
Au jour le jour	1,02	1,11	0,99	0,87	0,93	0,91	0,72	0,58	0,38	0,38	
À 3 mois	1,41	1,50	1,61	1,53	1,51	1,56	1,46	1,42	1,19	1,05	
À 1 an	2,13	2,10	2,15	1,97	2,02	2,10	1,99	2,01	1,79	1,60	
Livre sterling											**0,50**
Au jour le jour	0,54	0,56	0,56	0,60	0,61	0,60	0,62	0,61	0,63	0,62	
À 3 mois	0,85	0,86	0,92	1,06	1,07	0,98	1,09	1,07	1,01	0,93	
À 1 an	1,53	1,53	1,54	1,89	1,80	1,71	1,80	1,74	1,75	1,66	
Dollar											**0,25**
Au jour le jour	0,15	0,16	0,17	0,19	0,20	0,20	0,22	0,16	0,15	0,14	
À 3 mois	0,36	0,34	0,42	0,45	0,47	0,39	0,45	0,49	0,40	0,41	
À 1 an	0,85	0,84	0,90	0,85	1,00	1,02	1,11	1,16	1,15	1,15	
Yen											**0,10**
Au jour le jour	0,11	0,18	0,18	0,11	0,15	0,23	0,27	0,20	0,14	0,08	
À 3 mois	0,22	0,27	0,29	0,49	0,73	0,29	0,37	0,34	0,24	0,25	
À 1 an	0,50	0,58	0,64	0,92	1,26	0,73	0,82	0,86	0,63	0,57	
Taux des emprunts phares à 10 ans											
France	3,49	3,43	3,40	2,98	2,64	2,99	3,41	3,16	3,18	3,02	
Allemagne	3,11	2,98	2,79	2,26	1,87	2,04	1,94	2,01	1,86	1,90	
Zone euro	4,37	4,37	4,59	4,21	4,04	4,09	4,41	4,11	3,92	3,75	
Royaume-Uni	3,37	3,25	3,13	2,55	2,40	2,49	2,23	2,13	2,04	2,13	
États-Unis	3,19	3,01	3,02	2,31	1,99	2,14	2,02	1,99	1,95	1,97	
Japon	1,15	1,14	1,12	1,03	1,01	1,01	0,99	1,01	0,98	0,97	

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 mars 2012*

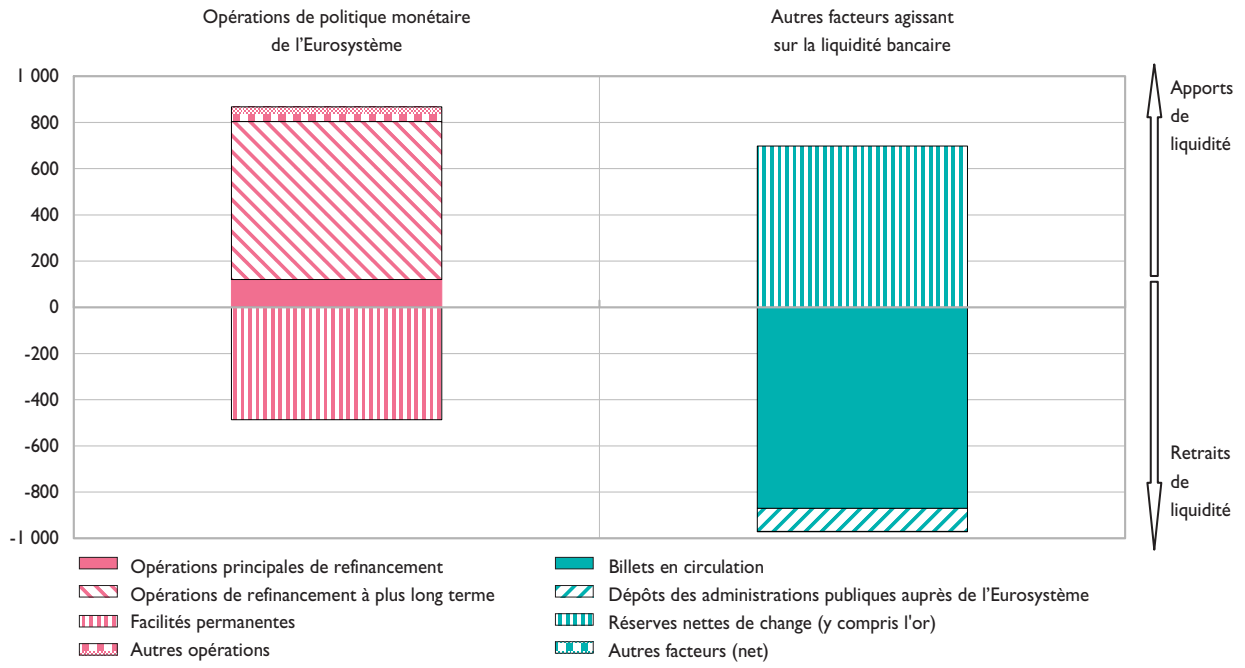
Figure 28
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 18 janvier au 14 février 2012)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	**1 089,0**	**707,5**	**381,5**
Opération principale de refinancement	120,6		120,6
Opération de refinancement à plus long terme	683,6		683,6
Facilités permanentes	2,4	489,0	-486,7
Autres opérations	282,4	218,5	63,9
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	**696,7**	**970,1**	**-273,4**
Billets en circulation		870,1	-870,1
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		100,1	-100,1
Réserves nettes de change (y compris l'or)	698,3		698,3
Autres facteurs (net)	-1,6		-1,6
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			**108,1**
dont réserves obligatoires			*103,3*

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 18 janvier au 14 février 2012)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 20 mars 2012

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		
07/07/11	13/07/11	1,50	07/07/11	13/07/11	0,75	2,25
03/11/11	09/11/11	1,25	03/11/11	09/11/11	0,50	2,00
08/12/11	14/12/11	1,00	08/12/11	14/12/11	0,25	1,75

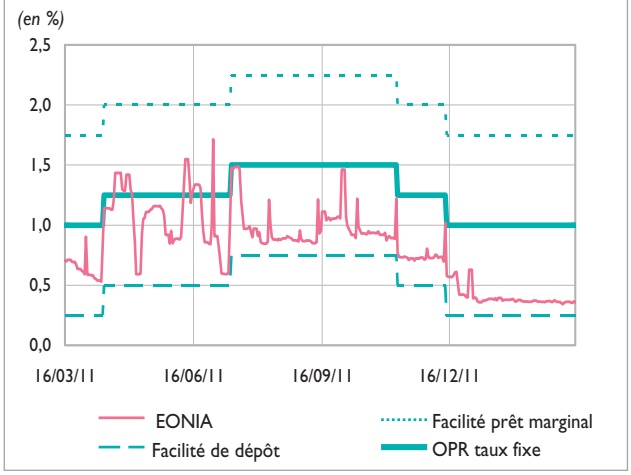
(en %)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2012	8 février (a)	1,00	1,00	2011	22 décembre	1,00
	15 février	1,00	1,00	2012	18 janvier	1,00
	22 février	1,00	1,00		26 janvier	1,00
	29 février	1,00	1,00		15 février	1,00
	7 mars	1,00	1,00		1 mars	1,00
	14 mars	1,00	1,00		14 mars	1,00

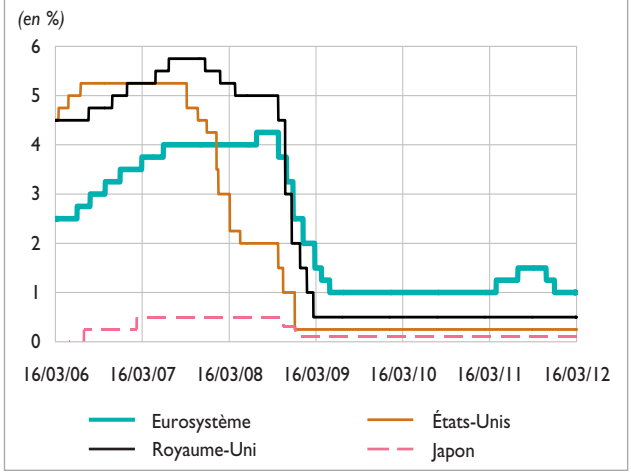
(en milliards d'euros, taux en %)

Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)								
Période de réserve prenant fin le		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
		zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France	
2011	13 septembre	206,98	40,60	209,49	40,80	2,51	0,20	1,50
	11 octobre	206,10	40,54	208,68	40,75	2,58	0,21	1,50
	8 novembre	206,18	39,93	208,93	40,55	2,75	0,62	1,50
	13 décembre	207,75	38,87	212,23	41,30	4,48	2,43	1,25
2012	17 janvier	207,03	38,83	212,31	41,90	5,28	3,07	1,00
	14 février	103,33	19,15	108,06	21,38	4,73	2,23	1,00

Taux directeurs de l'Eurosystème et EONIA



Taux directeurs des banques centrales



(a) Appel d'offres à taux fixe

Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 20 mars 2012

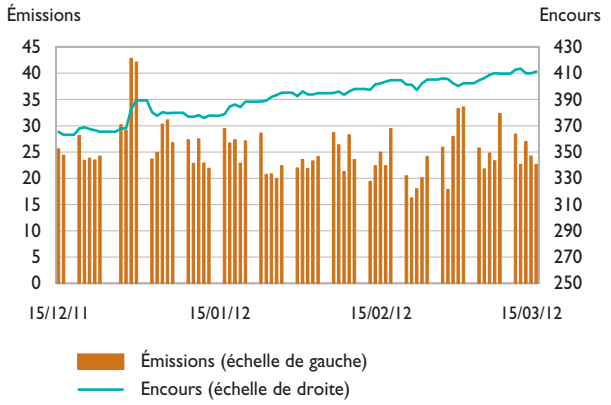
Figure 30
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
17/12/11 au 23/12/11	123,17	365,41	177
24/12/11 au 30/12/11	144,39	389,53	177
31/12/11 au 06/01/12	136,91	379,93	175
07/01/12 au 13/01/12	122,53	377,64	175
14/01/12 au 20/01/12	133,50	388,34	176
21/01/12 au 27/01/12	112,58	395,17	174
28/01/12 au 03/02/12	114,88	394,72	174
04/02/12 au 10/02/12	128,22	397,98	173
11/02/12 au 17/02/12	118,72	404,63	172
18/02/12 au 24/02/12	99,03	405,09	173
25/02/12 au 02/03/12	138,63	402,32	175
03/03/12 au 09/03/12	128,11	409,62	176
10/03/12 au 16/03/12	125,00	411,33	176

Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)

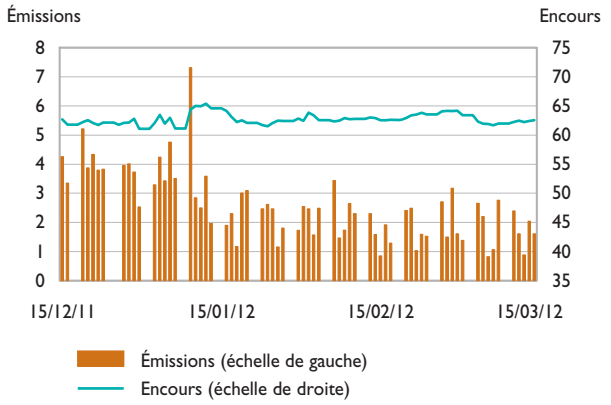


Billets de trésorerie

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
17/12/11 au 23/12/11	21,06	62,16	81
24/12/11 au 30/12/11	14,23	61,10	79
31/12/11 au 06/01/12	19,24	61,13	81
07/01/12 au 13/01/12	18,22	64,58	86
14/01/12 au 20/01/12	11,48	62,10	89
21/01/12 au 27/01/12	10,51	62,43	87
28/01/12 au 03/02/12	10,80	62,57	88
04/02/12 au 10/02/12	11,60	62,76	89
11/02/12 au 17/02/12	7,95	62,63	87
18/02/12 au 24/02/12	9,05	63,54	86
25/02/12 au 02/03/12	10,37	63,39	88
03/03/12 au 09/03/12	9,51	61,97	87
10/03/12 au 16/03/12	8,54	62,56	88

Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)

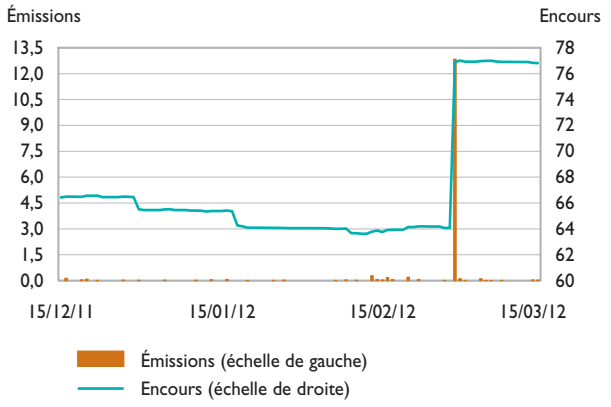


Bons à moyen terme négociables

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
17/12/11 au 23/12/11	0,18	66,47	124
24/12/11 au 30/12/11	0,07	65,51	122
31/12/11 au 06/01/12	0,05	65,47	121
07/01/12 au 13/01/12	0,10	65,39	121
14/01/12 au 20/01/12	0,10	64,10	120
21/01/12 au 27/01/12	0,07	64,07	120
28/01/12 au 03/02/12	0,05	64,05	120
04/02/12 au 10/02/12	0,11	63,67	121
11/02/12 au 17/02/12	0,68	63,95	121
18/02/12 au 24/02/12	0,29	64,20	121
25/02/12 au 02/03/12	13,01	76,94	121
03/03/12 au 09/03/12	0,17	76,92	121
10/03/12 au 16/03/12	0,10	76,81	121

Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)



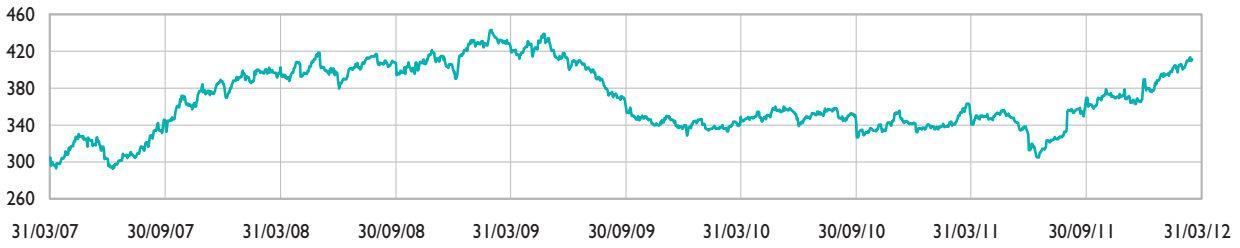
(a) Les émissions en euros sont cumulées sur la période de référence et les encours sont calculés à la date d'arrêté (dernier jour de la période considérée).

Source : Banque de France *Réalisé le 20 mars 2012*

Figure 31
Titres de créances négociables – France

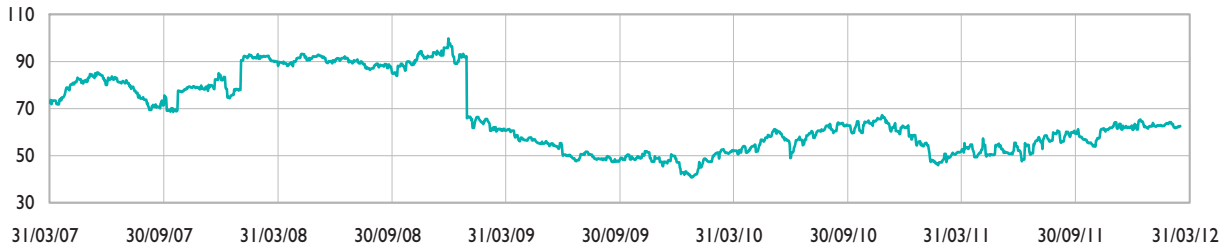
Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



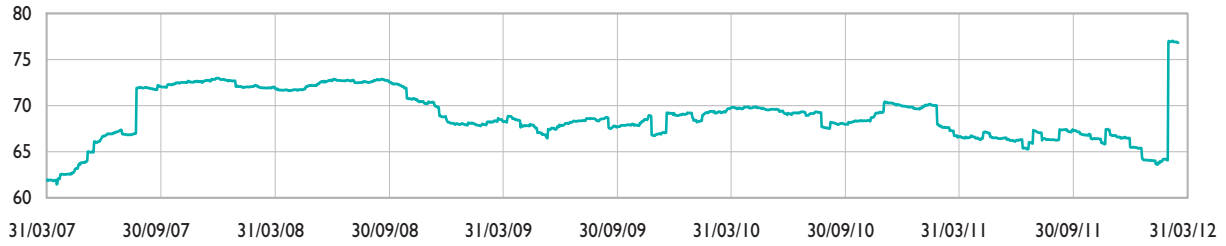
Billets de trésorerie

(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 mars 2012*

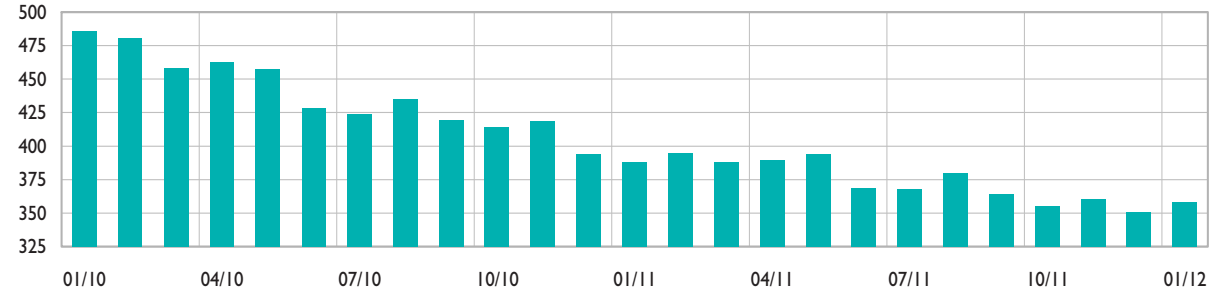
Figure 32
Titres d'OPCVM – France

(en milliards d'euros)

	2011			2012
	mars	juin	sept.	janv.
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	387,78	369,03	364,35	357,97
OPCVM obligations	201,18	197,82	189,28	
OPCVM actions	278,42	276,90	218,82	
OPCVM diversifiés	263,80	262,70	240,16	
OPCVM de fonds alternatifs	15,52	15,37	14,51	
OPCVM garantis	0,01	0,01	0,00	
Fonds à formule	59,54	58,82	55,69	

Actif net des OPCVM monétaires

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 mars 2012

Figure 33
Émissions de titres de dette et d'actions cotées par les résidents français

(en milliards d'euros)

	Encours (a)		Émissions nettes (b)			
	2011	2012	Cumul	2011		2012
	janv. (c)	janv. (c)	12 mois	nov. (c)	déc. (c)	janv. (c)
Titres de dette des résidents français						
Total	**3 079,5**	**3 282,4**	**202,9**	**12,0**	**10,6**	**0,6**
Sociétés non financières	403,0	437,8	34,9	6,5	2,6	6,5
court terme (≤ 1 an)	*28,4*	*33,2*	*4,7*	*0,3*	*-0,3*	*0,6*
long terme (> 1 an)	*374,5*	*404,7*	*30,1*	*6,2*	*2,9*	*5,9*
Administrations publiques	1 356,3	1 476,2	119,9	12,0	-1,4	7,3
court terme (≤ 1 an)	*225,9*	*227,0*	*1,0*	*-5,0*	*-8,6*	*0,1*
long terme (> 1 an)	*1 130,4*	*1 249,2*	*118,8*	*17,1*	*7,2*	*7,2*
Institutions financières monétaires (d)	1 135,8	1 189,7	53,9	-4,9	6,1	-9,4
court terme (≤ 1 an)	*290,1*	*330,3*	*40,1*	*-6,3*	*10,1*	*-2,0*
long terme (> 1 an) (d)	*845,7*	*859,5*	*13,8*	*1,4*	*-3,9*	*-7,4*
Institutions financières non monétaires (e)	184,5	178,6	-5,8	-1,6	3,2	-3,8

(en milliards d'euros)

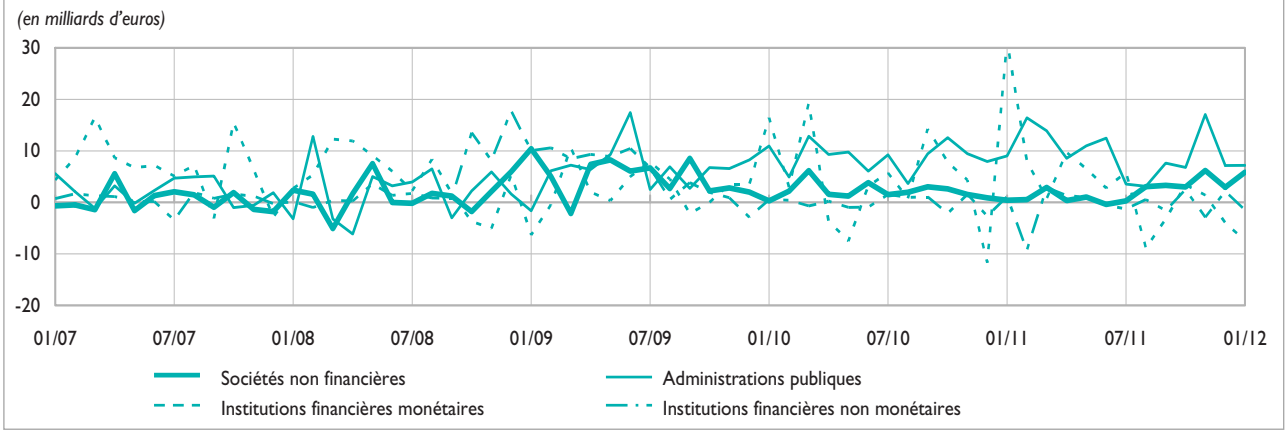
	Encours (f)		Émissions nettes (b)			Émissions brutes (g)	Rachats (g)
	2011	2012	Cumul	2011	2012	Cumul	Cumul
	janv.	janv.	12 mois	déc.	janv.	12 mois	12 mois
Actions françaises cotées							
Total	**1 370,9**	**1 159,7**	**13,5**	**0,7**	**0,3**	**16,5**	**2,9**
Sociétés non financières	1 166,6	1 035,1	10,0	0,5	0,2	12,9	2,9
Institutions financières monétaires	148,1	81,9	3,0	0,2	0,0	3,0	0,0
Institutions financières non monétaires	56,3	42,7	0,5	0,0	0,1	0,5	0,0

(a) L'encours des titres de dette est exprimé en valeur nominale.
(b) Les chiffres mensuels sont corrigés des variations saisonnières. Le cumul sur 12 mois est donné en brut.
(c) Données éventuellement révisées
(d) Hors impact des opérations internes aux groupes bancaires
(e) Y compris parts émises par les FCC
(f) L'encours des actions cotées est valorisé au prix de marché.
(g) Données non cvs

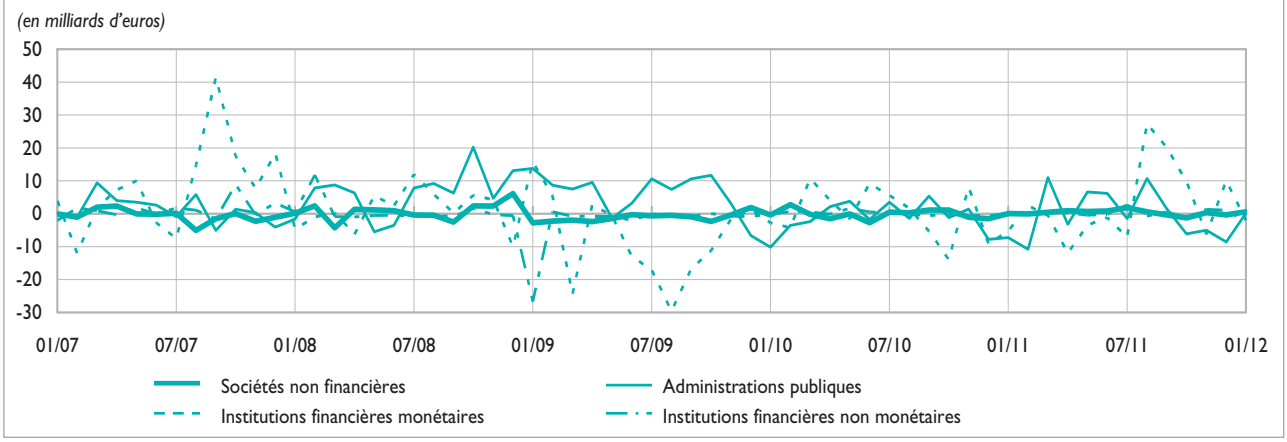
Source : Banque de France *Réalisé le 20 mars 2012*

Figure 34
Émissions de titres de dette et d'actions cotées des résidents français par secteur émetteur

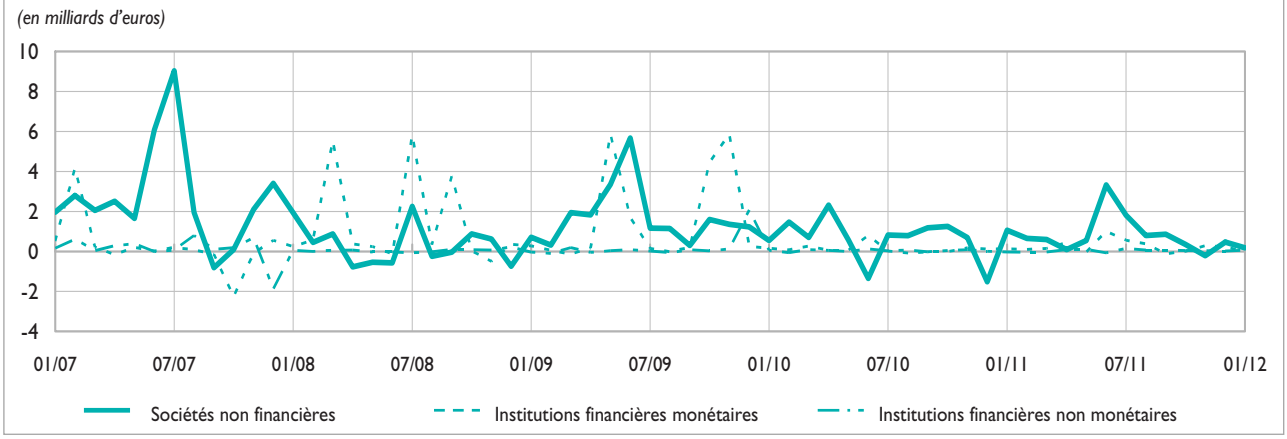
Émissions nettes de titres de dette à long terme des résidents français, désaisonnalisées



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

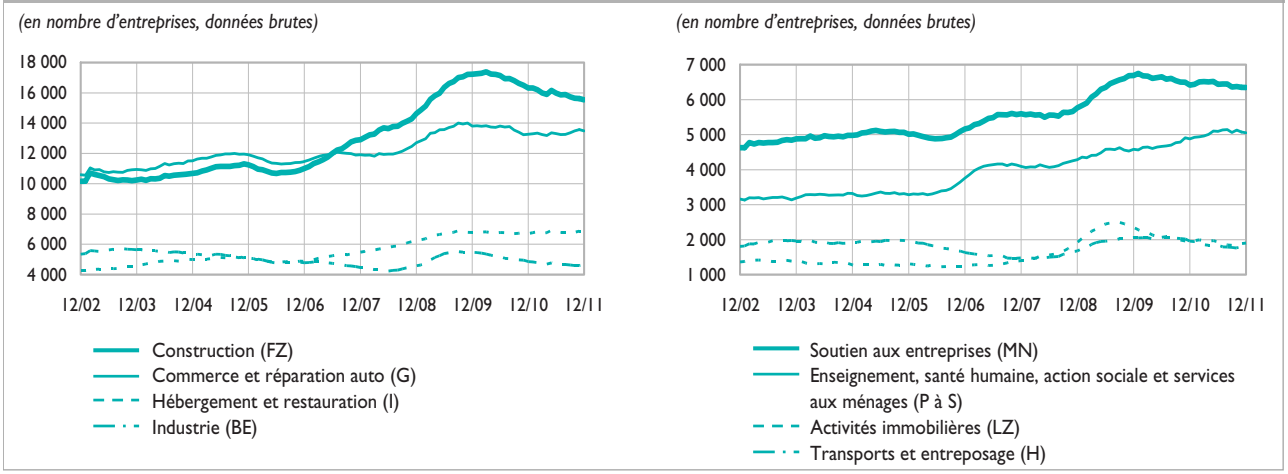
Réalisé le 20 mars 2012

Figure 35
État des défaillances d'entreprises par secteur – France

(en nombre d'entreprises, données brutes, cumul 12 mois)

	2010	2011											
	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.
Agriculture, sylviculture, pêche (AZ)	1 297	1 254	1 245	1 254	1 265	1 261	1 241	1 254	1 246	1 246	1 264	1 259	1 238
Industrie (BE)	4 853	4 833	4 787	4 774	4 697	4 774	4 681	4 672	4 667	4 627	4 593	4 595	4 627
Construction (FZ)	16 330	16 320	16 206	15 998	15 906	16 164	15 985	15 863	15 893	15 739	15 642	15 626	15 541
Commerce et réparation auto (G)	13 267	13 307	13 337	13 244	13 188	13 365	13 311	13 248	13 261	13 366	13 487	13 576	13 488
Transports et entreposage (H)	1 953	1 944	1 904	1 859	1 837	1 841	1 841	1 792	1 786	1 778	1 761	1 804	1 816
Hébergement et restauration (I)	6 703	6 762	6 822	6 727	6 770	6 934	6 859	6 760	6 765	6 795	6 788	6 874	6 885
Information et communication (JZ)	1 600	1 589	1 571	1 606	1 575	1 573	1 559	1 559	1 561	1 541	1 552	1 542	1 559
Activités financières et d'assurance (KZ)	1 066	1 063	1 080	1 096	1 089	1 111	1 084	1 069	1 083	1 140	1 142	1 166	1 157
Activités immobilières (LZ)	1 967	1 965	1 996	1 970	1 955	1 968	1 928	1 865	1 846	1 837	1 856	1 889	1 904
Soutien aux entreprises (MN)	6 416	6 435	6 508	6 519	6 509	6 523	6 439	6 448	6 446	6 359	6 376	6 351	6 344
Enseignement, santé humaine, action sociale et services aux ménages (P à S)	4 882	4 924	4 939	4 963	5 007	5 105	5 092	5 133	5 143	5 065	5 130	5 077	5 054
Secteur inconnu	92	90	89	87	88	94	97	96	96	101	102	106	106
Total des secteurs	**60 426**	**60 486**	**60 484**	**60 097**	**59 886**	**60 713**	**60 117**	**59 759**	**59 793**	**59 594**	**59 693**	**59 865**	**59 719**

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 mars 2012*

Figure 36
Systèmes de paiement de masse – France

(moyenne quotidienne en millions d'euros, part en % sur le dernier mois)

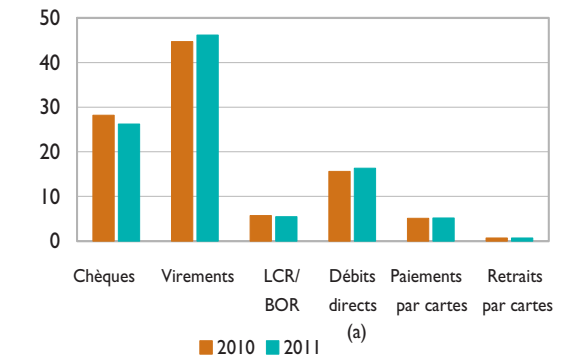
	2008	2009	2010	2011	2011	2012		2012
					déc.	janv.	fév.	Part
Chèques	6 533	5 700	5 590	5 478	6 094	5 598	5 177	25,2
Virements	8 413	8 473	8 865	9 646	12 030	10 013	9 741	47,4
dont virements SEPA	29	95	683	2 555	4 488	3 522	3 623	17,6
LCR/BOR	1 523	1 250	1 138	1 142	1 224	1 107	1 026	5,0
Prélèvements	1 814	1 801	1 827	1 938	1 963	2 030	2 057	10,0
TIP	147	143	133	130	126	94	142	0,7
Télérèglements	1 061	1 082	1 141	1 343	1 627	1 461	1 241	6,0
Paiements par cartes	921	957	1 009	1 085	1 365	1 083	1 033	5,0
Retraits par cartes	142	143	140	145	154	128	128	0,6
Total	**20 554**	**19 550**	**19 844**	**20 907**	**24 583**	**21 513**	**20 545**	**100,0**

(moyenne quotidienne en milliers d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2008	2009	2010	2011	2011	2012		2012
					déc.	janv.	fév.	Part
Chèques	10 996	10 287	9 507	9 112	10 495	8 862	8 429	16,9
Virements	7 425	7 527	7 356	7 549	8 706	7 325	7 511	15,1
dont virements SEPA	13	38	270	1 400	2 151	1 681	1 794	3,6
LCR/BOR	355	334	311	303	321	287	279	0,6
Prélèvements	7 864	8 163	8 194	8 502	7 620	8 956	8 947	18,0
TIP	425	394	364	342	378	295	309	0,6
Télérèglements	47	56	66	76	90	88	87	0,2
Paiements par cartes	19 219	20 542	21 505	22 969	27 456	22 858	22 095	44,4
Retraits par cartes	2 462	2 454	2 375	2 422	2 456	2 166	2 158	4,3
Total	**48 794**	**49 757**	**49 677**	**51 275**	**57 522**	**50 838**	**49 814**	**100,0**

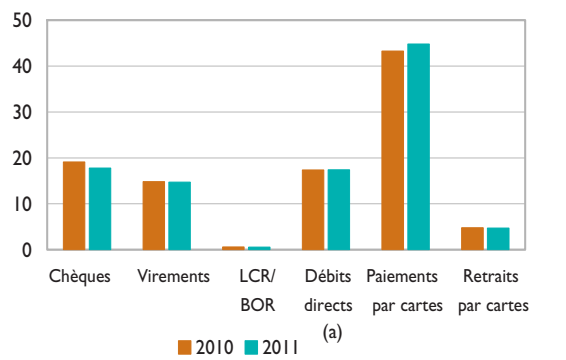
Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% 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 mars 2012

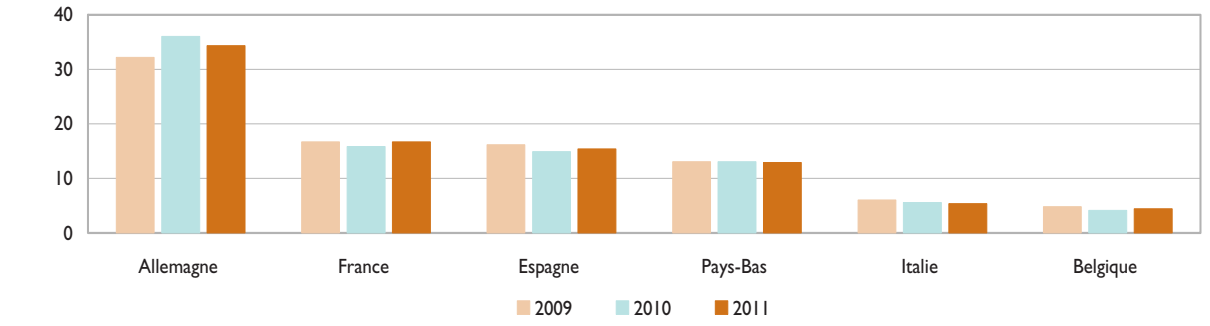
Figure 37
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2008	2009	2010	2011	2011		2012	2012
					nov.	déc.	janv.	Part
France	398	367	365	398	430	452	405	15,1
Allemagne	972	707	829	818	881	950	897	33,5
Autriche	59	28	27	27	29	33	32	1,2
Belgique	152	106	95	106	112	124	113	4,2
Chypre	1	2	2	2	2	3	2	0,1
Espagne	331	356	342	367	367	338	334	12,5
Finlande	33	28	35	47	66	84	93	3,5
Grèce	30	29	28	23	15	21	18	0,7
Irlande	32	30	30	21	18	19	19	0,7
Italie	221	133	129	129	113	140	126	4,7
Luxembourg	60	40	40	57	73	82	71	2,6
Malte	0	0	0	0	1	1	1	0,0
Pays-Bas (a)	264	287	300	308	401	459	488	18,2
Portugal	16	17	20	22	17	21	18	0,7
Slovaquie	–	3	3	3	3	4	3	0,1
Slovénie	2	2	2	2	3	3	3	0,1
EPM-BCE	43	47	37	36	39	40	38	1,4
Total TARGET2 zone euro (b)	**2 614**	**2 182**	**2 283**	**2 367**	**2 570**	**2 774**	**2 661**	**99,3**
Hors zone euro	53	16	16	17	0	19	20	0,7
Total TARGET2 Union européenne (b)	**2 667**	**2 198**	**2 299**	**2 383**	**2 571**	**2 793**	**2 681**	**100,0**
Euro1 (c)	**287**	**255**	**241**	**249**	**267**	**276**	**253**	

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 mars 2012*

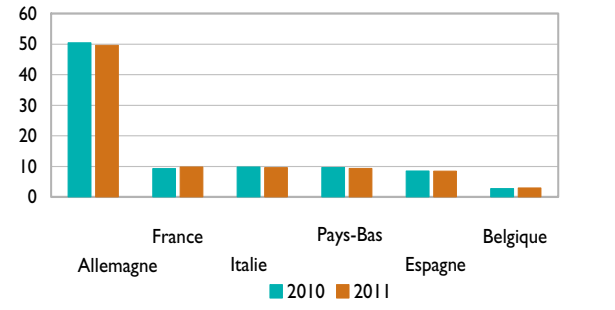
Figure 38
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

(moyenne quotidienne en nombre d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2008	2009	2010	2011	2011		2012	2012
					nov.	déc.	janv.	Part
France	25 992	29 773	31 850	34 141	33 086	37 760	32 810	9,7
Allemagne	181 625	174 695	173 218	172 884	169 116	192 509	169 975	50,1
Autriche	14 199	6 539	5 266	6 294	6 316	7 614	6 143	1,8
Belgique	9 884	8 517	9 454	10 265	9 068	10 403	8 937	2,6
Chypre	392	389	466	515	574	683	513	0,2
Espagne	36 167	29 580	29 195	29 509	29 436	32 167	28 936	8,5
Finlande	1 587	1 652	1 589	1 571	1 540	1 587	1 540	0,5
Grèce	5 117	5 692	5 904	5 861	5 604	6 368	4 645	1,4
Irlande	5 139	4 824	4 961	4 376	4 014	4 219	3 679	1,1
Italie	36 491	33 943	33 649	33 643	32 873	36 713	31 517	9,3
Luxembourg	3 037	2 847	3 033	3 229	3 154	3 479	3 109	0,9
Malte	50	59	65	72	118	158	146	0,0
Pays-Bas (a)	37 745	36 930	33 304	32 490	32 663	35 191	32 711	9,6
Portugal	5 072	4 191	4 206	4 165	4 061	4 657	4 156	1,2
Slovaquie	–	606	582	730	812	940	819	0,2
Slovénie	3 018	3 073	3 023	3 039	3 148	3 537	2 868	0,8
EPM-BCE	176	312	333	379	398	407	392	0,1
Total TARGET2 zone euro (b)	**365 690**	**343 621**	**340 099**	**343 160**	**335 982**	**378 394**	**332 896**	**98,0**
Hors zone euro	4 277	2 364	3 281	5 344	6 413	7 481	6 684	2,0
Total TARGET2 Union européenne (b)	**369 967**	**345 985**	**343 380**	**348 505**	**342 395**	**385 875**	**339 580**	**100,0**
Euro1 (c)	**250 766**	**227 674**	**230 124**	**242 499**	**249 002**	**282 840**	**247 752**	

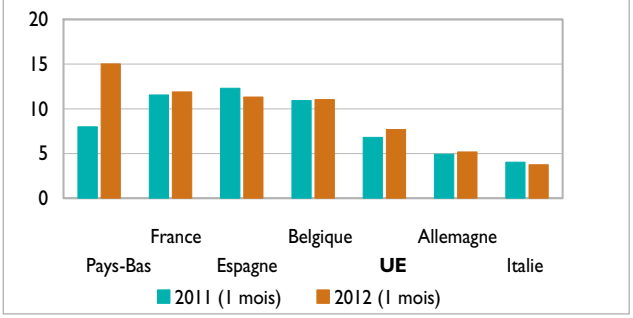
Parts de marché de chaque place dans le système TARGET2 de l'Union européenne

(% 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 mars 2012*

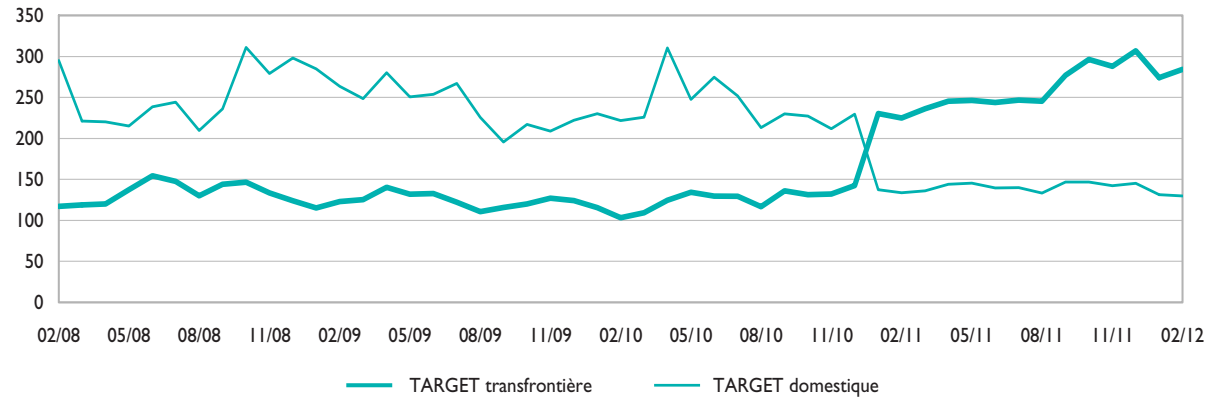
Figure 39
Systèmes de paiement de montant élevé – France

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2008	2009	2010	2011	2011	2012		2012
					déc.	janv.	fév.	Part
Garanties mobilisées dans TARGET domestique France (b)								
Titres français négociables	51,2	114,6	105,7	81,6	112,7	117,7	130,9	37,9
Créances privées	79,9	129,0	149,8	146,4	146,6	149,5	154,7	44,8
Titres mobilisés *via* le CCBM	62,8	79,9	76,9	60,5	61,9	61,4	56,3	16,3
Autres titres étrangers (c)	8,2	7,9	5,9	3,5	3,4	3,4	3,6	1,0
Total	**202,1**	**331,3**	**338,3**	**292,0**	**324,6**	**332,0**	**345,5**	**100,0**

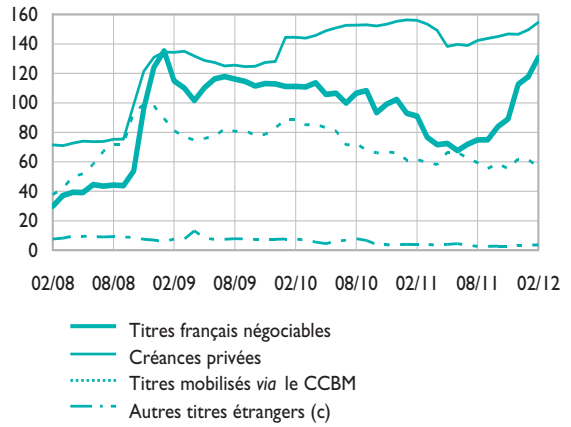
Évolution mensuelle des capitaux échangés (a)

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

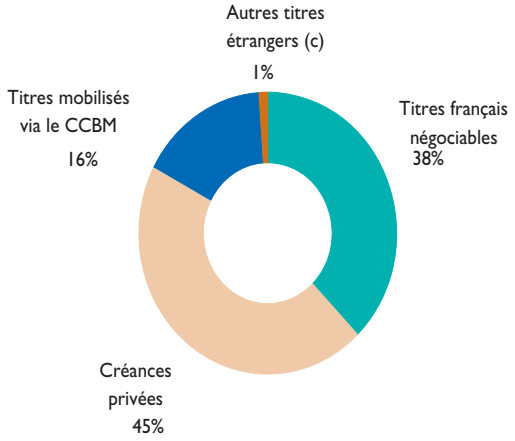


Évolution mensuelle des garanties mobilisées (b)

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées en février 2012 (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 mars 2012*

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 ».

Séries chronologiques

Monnaie et Finance

http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/monnaie-et-finance.html

- Les évolutions monétaires de la France
- Les agrégats monétaires de la zone euro
- Monnaie et placements France et zone euro

Titres, crédit et dépôts

http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/titres-credit-et-depots.html

- Dépôts et placements
- Crédit
- Endettement et titres
- Comptes financiers
- Assurances

Conjoncture et Croissance

http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/conjoncture-et-croissance.html

- Les indicateurs de conjoncture hebdomadaire
- Enquêtes de conjoncture mensuelles
- Publications régionales

Balance des paiements et Économie internationale

http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/balance-des-paiements-et-economie-internationale.html

- Les institutions financières
- L'activité bancaire internationale

Entreprises

http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/entreprises.html

- Crédits par type d'entreprise
- Délais de paiement
- Défaillances d'entreprises
- Comptes d'entreprises en Europe
- Structure et performances des entreprises
- Bases de données BACH et Références sectorielles européennes

Changes et Taux

http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/changes-et-taux.html

- Les taux de change
- Les taux directeurs
- Les taux d'intérêt
- Taux du marché interbancaire
- Taux de référence des bons du Trésor et OAT
- Indices obligataires
- Cours de l'or à Paris

Base de données

http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/base-de-donnees.html

- Accès interactif aux séries statistiques *via* la base de données Webstat
- Taux d'intérêt et taux de change
- Statistiques monétaires
- Dépots et crédits en région : centralisations financières territoriales
- Émissions de titres
- Endettement des agents non financiers
- Endettement des agents non financiers dans les autres pays
- Taux d'intermédiation financière
- Comptes nationaux financiers
- Activité financière internationale
- Balance des paiements
- Position extérieure
- Enquêtes de conjoncture
- Entreprises : délais de paiement
- Système et Moyens de paiements

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)
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 17 + Bulgarie, Danemark, 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
CAC All-tradable	Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris
CAC Mid & small	Indice composite de la Bourse de Paris des petites et moyennes capitalisations (de la 101e à la 290e)
CCBM	Modèle de banque centrale correspondante *(Correspondent Central Banking Model)*
DAX	Indice allemand très corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs négociées sur la place de Francfort
DOW JONES	Indice américain
Euro 1 (ABE)	Système de paiement de montant élevé à règlement net de l'Association bancaire pour l'euro
Eonia	*Euro over night index average*
DJ STOXX EURO 50	Indice composé de 50 actions négociées sur les places boursières de la zone euro
FTSE (FOOTSIE)	Indice de la City
Itraxx	Indice de référence pour les contrats 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
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
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
LDD	Livret de développement durable
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
TARGET	Système européen de paiement de gros montant à règlement brut en temps réel *(Trans-European automated real-time gross settlement express transfer system)* en fonction entre le 1er janvier 1999 et le 19 mai 2008
TARGET2	Système TARGET de paiement de deuxième génération, utilisé depuis le 19 novembre 2007
TCN	Titres de créances négociables
TIP	Titre interbancaire de paiement
TMT	Télécoms, médias, technologies
TUC	Taux d'utilisation des capacités de production
WTI	West Texas Intermediate

Documents publiés

L'ensemble des publications est accessible sur internet (http://www.banque-france.fr/publications/publications.html).

Rapport annuel de la Banque de France

http://www.banque-france.fr/publications/publications/rapport-annuel-de-la-banque-de-france.html

Études parues dans le Bulletin de la Banque de France

http://www.banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france.html

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

« En 2010, les PME bénéficient de la reprise mais diffèrent leurs investissements », n° 185, 3e trimestre
« Les entreprises après la crise – colloque Banque de France, 28 juin 2011 », n° 185, 3e trimestre
« Le coût du crédit aux entreprises selon leur catégorie », n° 185, 3e trimestre
« Synthèse du colloque international sur la microfinance », n° 185, 3e trimestre
« 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 à Hambourg », n° 185, 3e trimestre
« Après la chute, la recomposition du commerce international – Synthèse de la Conférence Banque de France/PSE/CEPII des 25 et 26 mai 2011 », n° 185, 3e trimestre
« La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2010 », n° 185, 3e trimestre
« Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes », n° 185, 3e trimestre
« Les comportements patrimoniaux des ménages en France : évolutions et déterminants entre 2004 et 2010 », n° 185, 3e trimestre
« Les placements des organismes d'assurance à fin 2010 », n° 185, 3e trimestre
« Le traitement des billets : l'évolution de la réglementation et du recyclage par le secteur privé en France », n° 185, 3e trimestre

« Les entreprises en France en 2010 : une situation en demi-teinte », n° 186, 4e trimestre
« La situation financière des grands groupes français demeure solide au premier semestre 2011 », n° 186, 4e trimestre
« Les délais de paiement en 2010 : l'effort entrepris depuis la mise en œuvre de la loi de modernisation de l'économie marque le pas », n° 186, 4e trimestre
« Le patrimoine économique national en 2010 : rebond marqué dû à la hausse des prix des terrains », n° 186, 4e trimestre
« Les portefeuilles-titres des résidents français entre 2007 et 2010 d'après les statistiques de détention « titre par titre » de la Banque de France », n° 186, 4e trimestre
« La protection de la clientèle : une préoccupation grandissante au niveau international », n° 186, 4e trimestre
« L'outre-mer français et l'euro », n° 186, 4e trimestre
« La crise financière : quels enseignements pour la macroéconomie internationale ? », Synthèse de la conférence AEJ Macro/BDF/CEPR/ECARES/PSE des 28 et 29 octobre 2011 107, n° 186, 4e trimestre

Études sur les entreprises

http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/entreprises.html

Études parues dans la Revue de la stabilité financière

http://www.banque-france.fr/publications/revue-de-la-stabilite-financiere.html

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/publications/documents-economiques/documents-et-debats.html

Année 2009

« La crise financière », n° 2, février

Année 2010

« De la crise financière à la crise économique », n° 3, janvier

Focus

http://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/focus.html

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/publications/documents-economiques/questions-actuelles.html

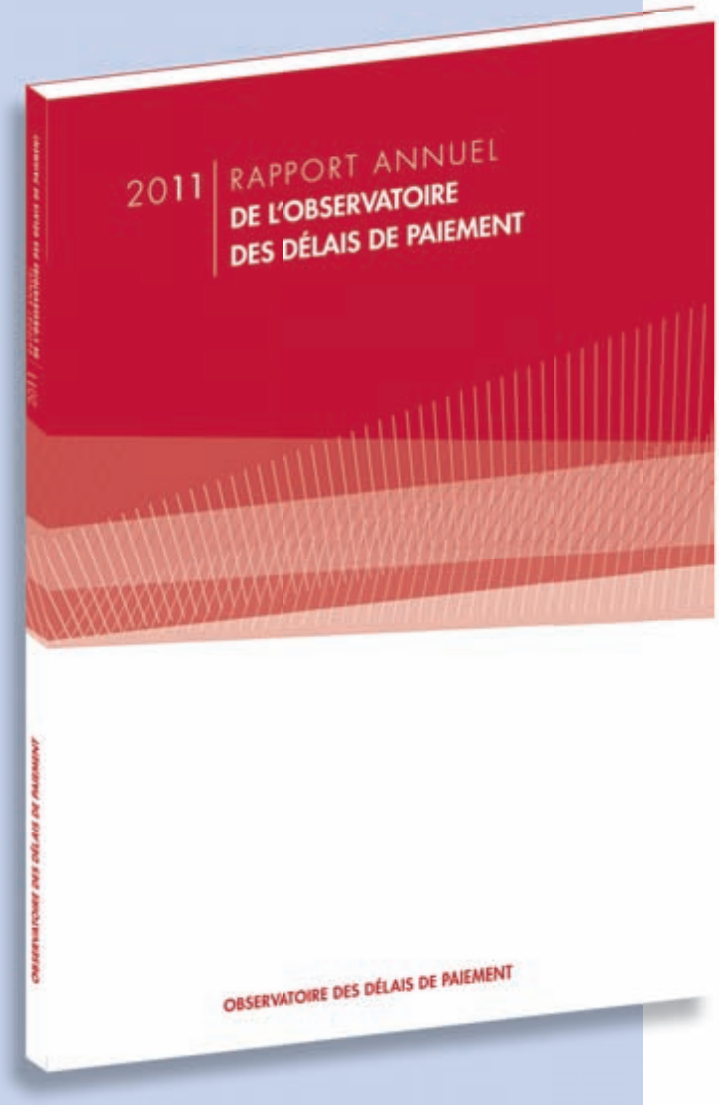
Année 2009

« 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 janvier 2012

Rapport annuel 2011
de l'Observatoire
des délais de paiement



- Des délais de paiement en train de s'enliser
- Des grandes entreprises difficiles à mobiliser
- La profonde réorganisation des circuits de paiement de la sphère publique continue de peser sur ses délais
- La persistance des délais cachés, un handicap à surmonter
- La transposition de la directive européenne soulève des inquiétudes

*À commander * au (+33) 1 42 92 35 60*
Observatoire des délais de paiement
44-1363 Direction des Entreprises
39, rue Croix-des-Petits-Champs
75049 Paris cedex 01

Accessible sur :
http://www.banque-france.fr/publications/publications.html

** 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, DGS, SGACP

Rédacteur en chef
Corinne Dauchy

Secrétaires de rédaction
Sylvain Josserand, Christine Collomb-Jost

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
NAVIS, Paris

Dépôt légal
Mars 2012

Internet
Le bulletin : *http://www.banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france.html*
Les publications de la Banque de France : *http://www.banque-france.fr/publications/publications.html*