BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

2E TRIMESTRE 2014

196

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

102–196

SOMMAIRE

ÉTUDES

La rentabilité des grands groupes français s'érode en 2013, mais leur trésorerie reste stable et leur structure financière se conforte 1
Laurent CARLINO, Germain DAIRAY, Claire MANGIN et François SERVANT
L'année 2013 marque un léger repli de l'activité des soixante-dix-sept principaux groupes en France. La rentabilité d'exploitation et le résultat se dégradent, sans remettre en cause la capacité des groupes à générer de la liquidité. Le niveau des capitaux propres reste élevé et la capitalisation boursière progresse.

Groupes cotés européens des secteurs non financiers : rentabilité et structure financière en 2012 19
Groupe de travail ERICA (Registre européen des comptes consolidés IFRS)
Comité européen des Centrales de bilans (ECCBSO)
Cette étude présente la situation financière des principaux groupes industriels et commerciaux cotés dans huit pays européens. Malgré une baisse de la rentabilité en 2012, leur structure financière reste solide au niveau de leurs fonds propres et de leur trésorerie disponible. Une analyse des impacts de la juste valeur sur les groupes montre qu'ils concernent essentiellement les grands groupes et sont globalement favorables au niveau du résultat. L'impact de la juste valeur sur le niveau des fonds propres apparaît en revanche négatif.

Les crédits bancaires accordés aux groupes : quel degré de concentration des entités emprunteuses et des banques prêteuses ? 35
Dominique LEFILLIATRE
Comment se répartissent les encours de crédits entre la maison mère et les filiales, lorsque l'entreprise est constituée sous forme de groupe ? Y a-t-il une concentration des encours de crédit sur certaines entités ? Celles-ci s'adressent-elles à la même banque ? L'article répond à ces questions à partir d'une approche originale, fondée sur un échantillon de plus de 50 000 groupes extrait de la base FIBEN de la Banque de France.

Le système de cotation de la Banque de France, un outil au service de l'économie 53
Lisa SCHIRMER
Différente, par son modèle comme par ses objectifs, de l'activité de notation exercée par les agences, la mission de cotation des entreprises conduite par la Banque de France vise à porter sur 270 000 entités une appréciation objective et indépendante, fondée sur une expertise à la fois quantitative et qualitative. Elle est soumise à des contrôles réguliers permettant de garantir qu'elle respecte les normes européennes très précises en matière d'évaluation.

Productivité du travail en Europe : allocation efficace de l'emploi ou performance des firmes ? 63
Antoine BERTHOU et Charlotte SANDOZ
Cet article évalue, à partir d'indicateurs sectoriels collectés par le réseau de recherche européen sur la compétitivité (CompNet), l'efficacité de l'allocation de l'emploi pour plusieurs grandes économies européennes et son impact sur la productivité.

L'impact de l'évolution des prix immobiliers sur les coûts salariaux
Comparaison France-Allemagne 81
Juan CARLUCCIO
Les salaires ont progressé à un rythme plus rapide en France qu'en Allemagne dans les années récentes. Ces évolutions salariales divergentes s'expliquent notamment par des dynamiques différentes du coût du logement, à travers son impact sur le coût de la vie.

L'actif net des organismes de placement collectif français non monétaires augmente en 2013 en dépit de retraits nets 101
Gisèle FOUREL et Stephen LECOURT
À fin 2013, la France occupe la quatrième place dans la zone euro pour la valeur de ses organismes de placement collectif (OPC), derrière le Luxembourg, l'Irlande et l'Allemagne. Sur l'année, l'actif net des OPC non monétaires français enregistre une progression, les effets de valorisation excédant les rachats. Les OPC non monétaires français consacrent près de la moitié de leurs placements au financement de l'économie nationale.

La monnaie fiduciaire en France en 2013 117
Ghjuvanni TORRE
En 2013, les émissions nettes de billets ont augmenté de 6,1 milliards d'euros. Leur progression, tirée essentiellement par la demande de coupures de transaction (10€, 20€, 50€), tend à ralentir depuis plusieurs années. Ce ralentissement est également observé pour les monnaies métalliques.

STATISTIQUES
Sommaire S1

DIVERS
Abréviations I
Documents publiés III
Coupon-abonnement XV

Achevé de rédiger le 20 juin 2014

La rentabilité des grands groupes français s'érode en 2013, mais leur trésorerie reste stable et leur structure financière se conforte

Laurent CARLINO, Germain DAIRAY, Claire MANGIN et François SERVANT
Direction des Entreprises

L'année 2013 marque un léger repli de l'activité des soixante-dix-sept plus grands groupes industriels et commerciaux français cotés sur le compartiment A d'Euronext Paris. Leur chiffre d'affaires cumulé décroît de 0,8 % (contre + 5 % en 2012 et + 7,5 % en 2011). Il est notamment affecté par un effet de change défavorable, ainsi que par la réduction du périmètre de plusieurs groupes dont la stratégie consiste actuellement à recentrer leur positionnement sur les marchés ou les segments d'activité les plus porteurs.

La rentabilité des groupes tend à s'éroder en 2013 : leur rentabilité d'exploitation diminue de 2 %, associée à un taux de marge d'exploitation de 15 %, stable sur un an. Après une année 2012 déjà négative, le résultat opérationnel se contracte à nouveau, à hauteur de 12 %. Le résultat net se replie quant à lui de 23 %. Ce recul s'explique toutefois à titre principal par la hausse des dépréciations d'actifs, avec pour l'année 2013 un montant record de 28 milliards d'euros passés dans les charges d'exploitation.

Malgré ce recul global des résultats, les groupes restent en capacité de générer de la liquidité. Ils parviennent globalement à préserver leur taux de marge nette en 2013, tout en distribuant à leurs actionnaires des dividendes en hausse de 5 % par rapport à 2012. Les principaux groupes cotés français ont en réalité adopté un comportement prudent, en cherchant principalement à se désendetter en 2013 pour apurer leur bilan et conserver une structure financière saine. Ils continuent par ailleurs à suivre des stratégies d'endettement opportunistes pour bénéficier de meilleures conditions de financement, en intensifiant notamment leur recours au marché obligataire (59 % du total des dettes financières sont constitués d'obligations contre 56 % en 2012).

La structure financière des grands groupes cotés français reste donc robuste. Les capitaux propres se situent, cette année encore, à un niveau élevé, mais désormais stabilisé. En proportion des capitaux propres, le montant des goodwills *est en diminution, passant de 49 % à 46 %, puisque les dépréciations de* goodwill, *rares jusqu'à présent, ont fortement augmenté en 2013. Elles atteignent cette année 11 milliards d'euros.*

Enfin, malgré la contraction de l'activité et des résultats, les capitalisations boursières sous revue n'ont pas cessé de croître depuis 2011. Sur l'ensemble de l'année 2013, elles augmentent de 22 %, pour atteindre 1 117 milliards d'euros. Le marché semble donc confiant dans la reprise économique d'après-crise.

Mots clés : comptes consolidés, IFRS, résultats, grandes entreprises industrielles et commerciales, grands groupes français, autres éléments du résultat global : other comprehensive income (OCI), entreprises cotées au compartiment A d'Euronext, *goodwill*

Codes JEL : F23, G30, G32, L25

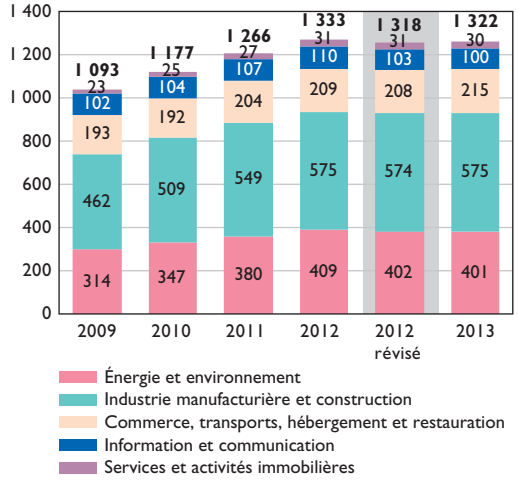
1| Une croissance organique masquée par les effets de périmètre et de change

1|1 Le chiffre d'affaires des grands groupes français se replie en 2013

Dans un environnement économique toujours contraint en 2013, le chiffre d'affaires total des soixante-dix-sept principaux groupes français cotés diminue de 0,8 % sur un an (après une progression de 5 % en 2012 et de 7,5 % en 2011), passant de 1 333 à 1 322 milliards d'euros (cf. graphique 1). La crise des dettes européennes pèse toujours sur les économies de la zone euro alors que les pays émergents voient leur croissance économique ralentir. Depuis 2009, et malgré le contexte de crise qui prévalait déjà, le chiffre d'affaires des groupes étudiés n'avait cessé de croître, même si un certain ralentissement avait pu être constaté en 2012. L'année 2013 est donc la première où se voit remise en cause la progression de l'activité dont avaient jusqu'ici fait preuve les grands groupes français.

Graphique 1 Chiffre d'affaires par secteur

(en milliards d'euros)



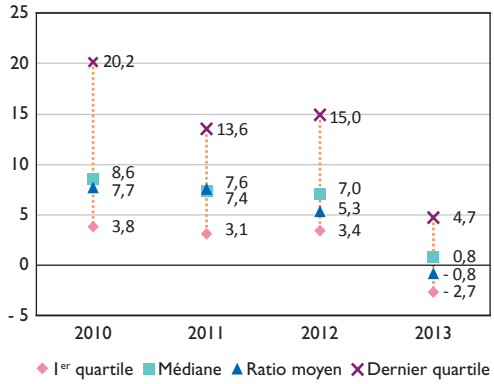
Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

Cette tendance générale se répercute différemment d'un secteur d'activité à l'autre. En effet, alors que les ventes se replient assez sensiblement dans l'information et communication et, dans une moindre mesure, l'énergie, d'autres secteurs consolident leur activité en 2013 (comme l'immobilier ou l'industrie manufacturière et la construction), voire parviennent à progresser (cas du commerce). Les baisses d'activité observées dans l'information-communication et l'énergie-environnement sont à relier principalement à la cession ou à l'abandon de certaines activités au cours de l'exercice 2013. Cet effet de périmètre représente l'essentiel des révisions apportées par les groupes en 2013 sur leur chiffre d'affaires de 2012 [1]. En tenant compte de ces révisions, le chiffre d'affaires pro forma 2012 des groupes sous revue s'établit à 1 318 milliards (au lieu de 1 333 milliards). Sur une base constante, le chiffre d'affaires cumulé des grands groupes aurait légèrement augmenté (de 0,3 %) en 2013.

De manière plus précise, l'activité progresse dans l'aéronautique ainsi que pour les groupes spécialisés dans le secteur du luxe (même si pour ce dernier un ralentissement est observé). Le secteur énergétique réalise quant à lui une contreperformance par rapport aux années précédentes. Par ailleurs, la décrue des ventes se fait toujours ressentir dans l'automobile, tandis que les conséquences d'une concurrence accrue dans le secteur des télécoms pèsent très fortement, au plan individuel, sur les chiffres d'affaires.

Graphique 2 Variation du chiffre d'affaires

(en %)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

1 *Cf. point 1|4. Par ailleurs, ces révisions intègrent l'impact des changements de normes comptables intervenues entre 2012 et 2013 : notamment IFRS 10, 11 et 12 relatives aux modes de consolidation. Le chiffre d'affaires est toutefois le seul indicateur, parmi ceux que nous étudions, à subir un impact conséquent du fait de ces révisions. Pour les autres indicateurs, les données révisées 2012 ne seront pas reprises dans notre analyse (graphiques 2 et suivants) : les valeurs indiquées pour 2012 correspondent aux publications d'il y a un an.*

Il en résulte une forte hétérogénéité entre groupes. Le premier quartile des entités sous revue subit ainsi une baisse de chiffre d'affaires supérieure à – 2,7 %, après une hausse, bien que limitée, de 3,4 % en 2012. À l'opposé du spectre, un quart des groupes publient en 2013 des taux de croissance supérieurs à 4,7 %, contre 15 % un an plus tôt, ce qui, là aussi, représente une forte diminution entre les deux exercices (cf. graphique 2).

1|2 La mondialisation des grands groupes se poursuit

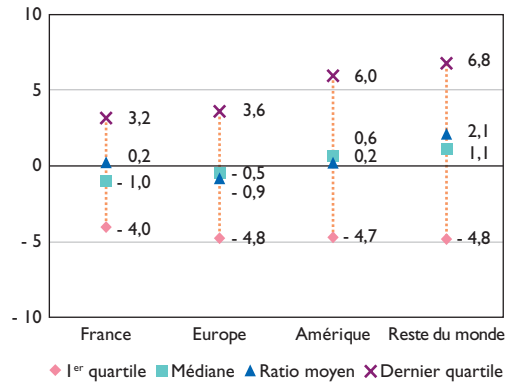
L'exercice 2013 confirme la tendance de long terme, caractérisée par l'accentuation du processus d'internationalisation des groupes français – ceux-ci trouvant sur les marchés étrangers des relais de croissance qui leur font défaut en Europe (cf. tableau 1).

La part du chiffre d'affaires réalisée en France se replie ainsi de 3 points, renforçant en termes relatifs la tendance au désengagement de la sphère purement nationale. À la fin de l'année 2013 et selon les informations publiées par les soixante-dix-sept groupes sous revue, 29 % de l'activité reste réalisée sur le marché domestique, contre 32 % un an plus tôt [2]. C'est dans le reste de l'Europe que les grands groupes ont recentré leurs ventes, les parts portées par le continent américain et le reste du monde n'ayant quasiment pas varié entre 2012 et 2013.

Sur le moyen terme, la tendance est à l'éloignement progressif des marchés, comme l'illustre le renforcement de la part des ventes réalisées sur le marché américain et dans le reste du monde (Asie, Afrique essentiellement). Au total, les ventes réalisées en Europe, France incluse, ne représentent plus que 62 % des ventes totales en 2013, contre 67 % en 2009.

Graphique 3 Variation du chiffre d'affaires par zone géographique en 2013

(en %)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

L'analyse des taux de croissance de l'activité confirme toutefois l'affaiblissement de la dynamique des ventes en 2013 (cf. graphique 3). Si on compare les taux moyens calculés pour 2013 aux données diffusées l'an dernier, le taux de croissance moyen du revenu réalisé sur la zone Amérique, + 0,2 % en 2013, reste ainsi bien en deçà de son niveau de 2012 (+ 14 %). Les ventes opérées dans le reste du monde connaissent une croissance moyenne plus soutenue, à 2,1 %, en légère diminution par rapport 2012 (+ 3 %). Le rôle moteur des marchés éloignés est ainsi confirmé : en Amérique comme sur la zone « reste du monde », un quart des entreprises connaît une croissance de chiffre d'affaires supérieure ou égale à environ 6 %, un taux particulièrement élevé si on le compare aux taux de croissance européens.

Tableau 1 Répartition du chiffre d'affaires par zone géographique

(en %)

	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
France	34	33	33	32	29
Europe (hors France)	33	31	29	29	33
Amérique	15	16	17	18	17
Reste du Monde	18	20	21	21	21

Note de lecture : Les documents de référence publiés ne présentent pas une parfaite homogénéité en termes de répartition géographique de l'activité : au 31 décembre 2013, soixante-quatorze groupes sur les soixante-dix-sept étudiés proposent une information détaillée correspondant aux zones ci-dessus et soixante seulement mentionnent l'activité France.
Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

2 *En valeur, le chiffre d'affaires réalisé par les grands groupes en France progresse de 13 % entre 2009 et 2013. Entre 2012 et 2013, il est globalement stable.*

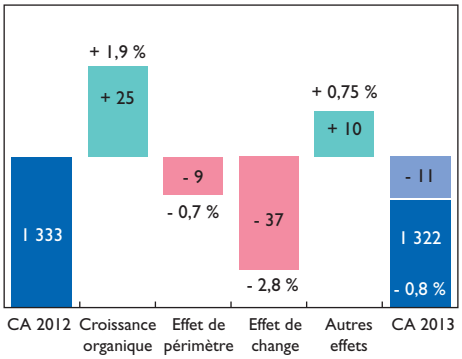
1|3 L'exposition au risque de change s'accroît

Compte tenu de leur dimension internationale, l'activité des groupes est influencée par les effets de change. La conversion en euros des comptes de certaines filiales étrangères a ainsi un impact mécanique sur les chiffres d'affaires des groupes et leurs évolutions inter-temporelles, proportionnel au volume relatif des ventes libellées en devises.

Alors qu'en 2012 les entreprises françaises avaient bénéficié d'un effet de change positif, il s'est révélé fortement négatif en 2013, pesant à hauteur de 2,8 % sur le chiffre d'affaires en euros (cf. graphique 4). Cet effet peut être scindé en deux composantes. D'une part, la baisse des parités dollar/euro (– 4 %), livre sterling/euro (– 2 %) et yen/euro (– 21 %) a significativement pesé sur le chiffre d'affaires revalorisé en euros des grands groupes français. À ce premier élément s'ajoute le repli des devises des pays émergents, dont bon nombre demeurent des débouchés commerciaux importants pour les groupes français [3]. Le real brésilien a ainsi chuté de 17 %, le rouble russe de 11 %, le rand sud-africain de 23 %, le peso argentin de 28 % ou encore la lire turque de 20 % [4].

Graphique 4 Décomposition du chiffre d'affaires des soixante-dix-sept plus grands groupes en 2013

(montants en milliards d'euros, variations du chiffre d'affaires en %)



Note de lecture : Les autres effets comprennent les effets liés à l'augmentation du prix des matières premières, des effets de régulation ainsi que l'effet d'une déconsolidation non assimilable à un effet de périmètre.
Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

Du fait de ces mouvements, l'effet de conversion a fortement influencé l'évolution de l'activité en 2013. Il explique, en très grande partie, la diminution du chiffre d'affaires entre 2012 et 2013. Ceci est vrai pour l'ensemble des groupes, touchés à des degrés divers selon leur niveau d'intégration au commerce international : plus un groupe est exposé dans un pays dont la devise diminue fortement, plus son chiffre d'affaires libellé en euros s'en trouve affecté. Au total, l'examen des données individuelles indique un impact pénalisant de l'effet de change en 2013, quel que soit le secteur d'activité considéré.

1|4 Un effet de périmètre légèrement négatif

La structure des soixante-dix-sept groupes étudiés, de grande taille et d'envergure internationale, n'est pas figée dans le temps. Leur composition évolue régulièrement en fonction des acquisitions et cessions de filiales. Le chiffre d'affaires annuel intègre ainsi année après année des effets de changement de périmètre (reflétant la contribution des entités entrées dans le périmètre de consolidation au cours de l'exercice, nette de celles qui en sont sorties). La plupart des groupes communiquent sur cette notion, ou bien fournissent suffisamment d'éléments permettant de mesurer le rôle joué par la croissance externe.

Une trentaine de groupes ont mené en 2013 une politique plutôt dynamique de croissance externe – ciblée notamment sur les pays émergents en expansion – dans le but d'étendre ou de diversifier leurs activités, mais aussi de rechercher des synergies. Ces stratégies de développement de certains groupes s'accompagnent en parallèle de repositionnements ou de recentrages géographiques ou sectoriels, qui amènent d'autres groupes, une vingtaine environ, à céder des actifs périphériques, et donc à réduire leur périmètre.

L'année écoulée a ainsi été marquée par d'importantes opérations tant d'achats que de ventes dans tous les secteurs. La croissance externe a été plus particulièrement soutenue dans le secteur du commerce et, dans une moindre mesure, dans l'industrie et les services. Au contraire, d'importantes cessions d'actifs ont été réalisées en cours d'exercice

3 *Les différents groupes étudiés ne communiquent pas précisément l'impact précis de chaque devise sur leurs comptes.*
4 *Cette forte diminution de la valeur des devises des pays émergents n'est cependant pas spécifique à l'euro. À titre d'exemple, le real a diminué de 13 % par rapport au dollar, le rouble russe de 7 %, le rand sud-africain de 19 %, le peso argentin de 25 % et la lire turque de 17 %.*

dans les secteurs de l'énergie-environnement et de l'information et communication. Contrairement à 2012 qui avait présenté un effet périmètre légèrement positif, il en résulte au global, pour 2013, un effet périmètre négatif, équivalant à 0,7 point de pourcentage de chiffre d'affaires (cf. graphique 4).

Si l'on retire l'effet de périmètre et l'effet de change, tous deux négatifs, la croissance organique des soixante-dix-sept groupes étudiés s'établit à + 1,9 %. L'évolution intervenue au cours de l'exercice 2013 est donc plus favorable qu'il n'y paraît à première vue. Toutefois, en prenant en considération l'évolution des prix, force est de constater que les volumes augmentent faiblement.

1|5 Pas de rebond visible au premier trimestre 2014

Les chiffres actuellement diffusés par les groupes sur leur activité du premier trimestre 2014 n'indiquent pas, à ce stade, de mouvement de reprise économique. Ainsi, en l'état des informations disponibles début mai 2014, le chiffre d'affaires des soixante-dix-sept premiers groupes cotés recule de 2,3 % par rapport à fin mars 2013. Le repli des devises des pays émergents continue d'avoir un effet négatif sur le début de l'année 2014. Cet effet est aggravé au cours du trimestre par la hausse de l'incertitude géopolitique en Europe avec les événements en Ukraine.

2| En dépit de fortes dépréciations d'actifs, les groupes préservent leur taux de marge nette

2|1 Une baisse modérée de la rentabilité d'exploitation

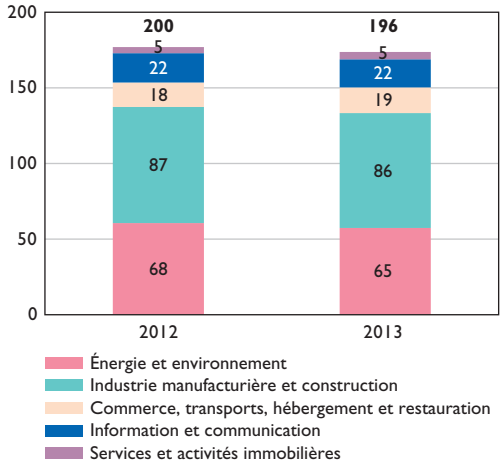
La rentabilité d'exploitation est estimée à travers l'EBITDA (*Earning before interest, taxes, depreciation and amortisation*), calculé lui-même par différence entre les produits d'exploitation et les charges, avant dépréciation et amortissement. Ce solde se rapproche donc de la notion d'excédent brut d'exploitation (EBE) en normes françaises. Dans la population analysée, quarante-trois groupes communiquent directement sur ce solde intermédiaire. Pour les autres groupes, nous l'avons reconstitué à partir des éléments intermédiaires disponibles dans les comptes.

Alors que le chiffre d'affaires diminue de 11 milliards entre 2012 et 2013, la rentabilité brute des groupes se contracte de 4 milliards, à 196 milliards (cf. graphique 5). Limitée à 2 % en moyenne, cette baisse se répercute à l'identique dans deux secteurs : l'industrie manufacturière et la construction, ainsi que l'information et communication. Le secteur de l'énergie est pour sa part nettement plus pénalisé que la moyenne, avec une baisse de 5 points de pourcentage. Seuls deux secteurs d'activité connaissent en revanche une progression sensible, supérieure à 7 %, de leur EBITDA : le commerce, transport, hébergement et restauration d'une part, les services et activités immobilières d'autre part.

Le taux de marge d'exploitations [5] reste quant à lui stable à 15 % en moyenne (+ 1 point), avec toutefois de fortes disparités par secteurs et par groupes.

Graphique 5 Évolution de l'EBITDA par secteur pour les soixante-dix-sept plus grands groupes en 2013

(en milliards d'euros)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

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

2|2 Le résultat opérationnel se replie sous l'effet des dépréciations d'actifs

Le résultat opérationnel – résultat d'exploitation, net des charges d'exploitation – mesure la performance intrinsèque des activités du groupe, avant prise en compte du résultat financier et de l'impôt.

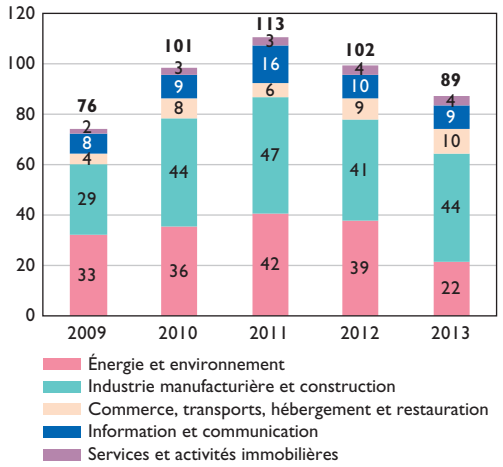
Il représente en 2013, pour les soixante-dix-sept groupes sous revue, un montant total de 89 milliards, en baisse de près 13 milliards sur un an (– 12 %). Ce mouvement prolonge donc, dans des proportions comparables, la tendance déjà négative constatée en 2012, où il s'était déjà replié de 10 % en termes annuels (cf. graphique 6).

Plusieurs facteurs se sont combinés pour aboutir à ce recul du résultat opérationnel, dont le principal réside dans la hausse des dépréciations d'actifs : les montants passés en charge d'exploitation ont atteint un niveau record de 28 milliards en 2013, après près de 17 milliards constatés en 2012 et 12 milliards en 2011. Ces opérations ont pour origine la différence entre la valeur nette comptable des actifs figurant au bilan des groupes et leur juste valeur estimée en fonction de tests de dépréciations d'actifs ou « *d'impairment* » (cf. tableau 2).

L'environnement macroéconomique encore empreint d'incertitudes et l'absence de perspectives lisibles sur plusieurs marchés mondiaux ont amené bon nombre de groupes à constater de nouvelles pertes de valeur. Concernant tout ou partie des classes d'actifs, ces constatations représentent pour quelques groupes des montants conséquents. Six groupes ont, en particulier, constaté des dépréciations supérieures à un milliard d'euros. Le secteur d'activité le plus affecté par ces pertes de valeur en 2013 est celui de l'énergie et de l'environnement, qui concentre à lui seul plus de 60 % du total des dépréciations enregistrées dans les comptes sous revue.

Graphique 6 Résultat opérationnel par secteur

(en milliards d'euros)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

En normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*), de telles dépréciations intègrent nécessairement une part de subjectivité, qu'il s'agisse du mode d'évaluation choisi ou des pratiques qualitatives d'appréciation du risque [6]. Lorsqu'elles décident de constater ce type de pertes, les entreprises les justifient en invoquant généralement l'environnement économique difficile en Europe, son impact durable sur la rentabilité des activités, ainsi que des motifs d'ordre technologique, le plus souvent liés à l'obsolescence des installations et des infrastructures.

Tableau 2 Les dépréciations d'actifs

(montants en milliards d'euros, variations en %)

	Total des dépréciations			Dont *goodwill*		
	2013	2012	Variation	2013	2012	Variation
Énergie et environnement	17,3	5,6	+ 11,7	6,1	0,6	+ 5,5
Industrie manufacturière et construction	6,7	7,2	- 0,5	1,0	1,5	- 0,4
Commerce, transports, hébergement et restauration	0,8	0,7	+ 0,1	0,4	0,3	+ 0,1
Information et communication	3,4	2,9	+ 0,5	3,1	2,6	+ 0,5
Service et activités immobilières	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0
Ensemble	**28,3**	**16,6**	**+ 11,7**	**10,8**	**5,1**	**+ 5,7**

Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

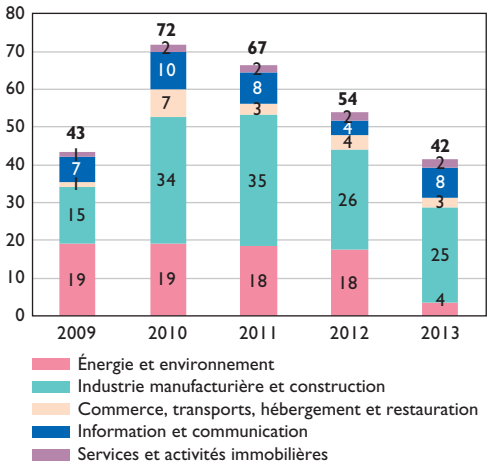
6 *Dans un cas comme dans l'autre, les pratiques et interprétations des normes sont très diverses, voire propres à chaque groupe, y compris au sein d'un même secteur d'activité.*

Depuis 2012, les dépréciations d'actifs ne portent plus uniquement sur les écarts d'acquisition (*goodwill*) calculés sur les titres des filiales acquises antérieurement à un prix très élevé, elles incluent désormais d'autres classes d'actifs, tant incorporels (brevets, licences, logiciels) que corporels (usines, unités de production). L'extension du *goodwill* à ces nouvelles classes d'actifs paraît témoigner d'une certaine inquiétude pour l'avenir [7].

Au total, les dépréciations d'actifs ont joué un rôle primordial dans la poursuite de la dégradation de la rentabilité opérationnelle des groupes. À elles seules, elles expliquent la quasi-totalité de la baisse du résultat opérationnel. Dans ces conditions, le taux de marge opérationnelle (résultat opérationnel sur chiffre d'affaires) perd encore un point sur l'exercice 2013, à 7 %, contre 8 % en 2012 et 9 % en 2011.

Graphique 7 Résultat net par secteur

(en milliards d'euros)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

2|3 Le résultat net recule mais l'érosion du taux de marge nette s'atténue

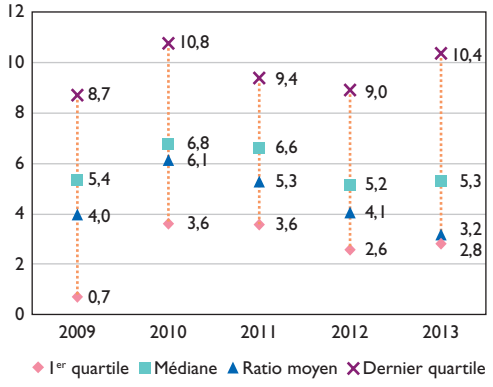
L'évolution du résultat net en 2013 – calculé en intégrant notamment au résultat opérationnel les résultats financiers et les charges d'impôt – montre un recul de la rentabilité nette des grands groupes, ceci pour la troisième année consécutive (cf. graphique 7). Avec un total ramené de 54 à 42 milliards, le résultat net baisse en effet de 23 % en 2013. Pour mémoire, ce mouvement fait suite à une diminution de 19 % en 2012.

Ce recul s'explique presque exclusivement par celui du résultat opérationnel : les autres charges susceptibles d'influer sur la rentabilité finale n'évoluent pas significativement.

Avec des mouvements de contraction du chiffre d'affaires et du résultat net, qui sont globalement équivalents, le taux moyen de marge nette (résultat net sur chiffre d'affaires) reste positif, à 3,2 % (cf. graphique 8). Ce taux moyen est affecté par la contre-performance d'un groupe important de l'échantillon. L'analyse de la distribution, par définition moins affectée par cet aléa, met en évidence une situation légèrement plus positive, caractérisée par la progression de la valeur des principaux paramètres de distribution – notamment sur le troisième quartile [8]. En dépit du contexte délicat en termes d'activité, l'érosion des taux de marge semble donc globalement s'atténuer en 2013 pour les plus grands groupes cotés français. Un focus sur les données individuelles indique notamment que seuls vingt-sept groupes sur les soixante-dix-sept passés en revue ont enregistré un recul de leur taux de marge nette en 2013, contre quarante-quatre en 2012 et trente-cinq en 2011.

Graphique 8 Taux de marge nette

(en %)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

7 *Notons cependant que, contrairement au goodwill dont le constat de perte de valeur est irréversible, les dépréciations sur les autres actifs peuvent faire l'objet de reprises en cas d'amélioration de la conjoncture. Ceci peut plus facilement inciter les groupes à procéder à ces dépréciations de valeur.*

8 *Valeur du taux de marge délimitant en borne inférieure le quart des entreprises les mieux positionnées en la matière*

2|4 Les dividendes versés augmentent de 5 %

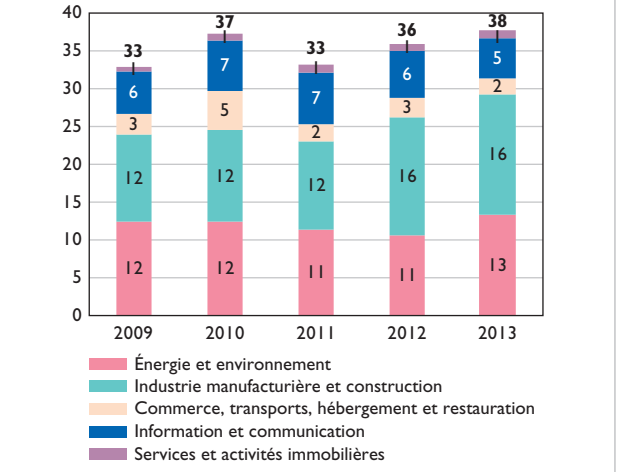
En 2013, les groupes sous revue ont distribué davantage de dividendes qu'en 2012. Malgré la baisse des profits relevée depuis 2011, les groupes non financiers cotés sur Euronext ont rémunéré leurs actionnaires pour près de 38 milliards en 2013 (cf. graphique 9), pour 54 milliards d'euros de résultats nets engrangés en 2012. Ce montant distribué aux détenteurs de capital représente deux milliards de plus qu'en 2012 (36 milliards de dividendes, pour 67 milliards de résultats nets en 2011), soit le montant maximal sur la période étudiée.

Le taux de distribution (ou « *pay out ratio* ») mesure la part du bénéfice annuel restituée l'année suivante aux actionnaires de la maison mère sous forme de dividendes. Cet indicateur progresse fortement par rapport à l'année précédente puisqu'il passe en moyenne de 54 % à 70 % (cf. graphique 10).

Les politiques de distribution varient considérablement selon les groupes, avec un renforcement de l'hétérogénéité des situations en 2013. Ainsi, le quart des entreprises dont le « *pay out ratio* » est le plus faible voient ce taux de distribution baisser de 26 % à 18 % entre 2012 et 2013. Au contraire, de l'autre côté de la distribution, le quart des entreprises présentant le « *pay out ratio* » le plus élevé voit ce ratio passer de 52 % à 64 %.

Graphique 9 Dividendes versés par les soixante-dix-sept groupes

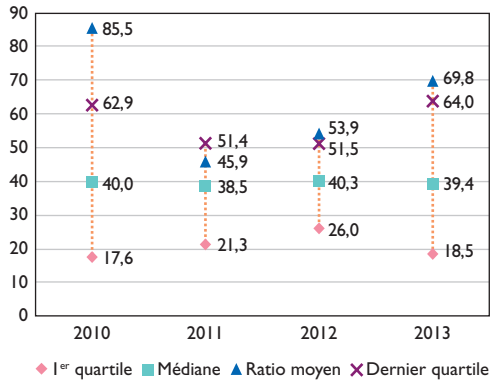
(en milliards d'euros)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

Graphique 10 Taux de distribution des dividendes

(en %)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

Les politiques de distribution des actionnaires mises en œuvre par les groupes sont donc à la fois très diverses et relativement mouvantes d'une année sur l'autre. Au-delà des motifs économiques et stratégiques qui engagent les groupes à moduler la rémunération de leurs actionnaires, la politique de distribution est toutefois plus stable que le niveau des bénéfices sur le long terme. Ainsi, en moyenne annuelle calculée sur la période 2008-2013, le flux payé aux actionnaires s'élève à 36 milliards, soit à peine moins que le montant distribué en 2013.

Le « *pay out ratio* » s'avère enfin plus élevé dans les groupes dans lesquels l'État possède une participation significative que dans les autres groupes : les onze groupes concernés présentent un « *pay out ratio* » de 90 %, contre 64 % pour les soixante-six autres groupes. Sur la période 2009-2013, le « *pay out ratio* » de ces deux populations ressort à respectivement 85 % et 56 %.

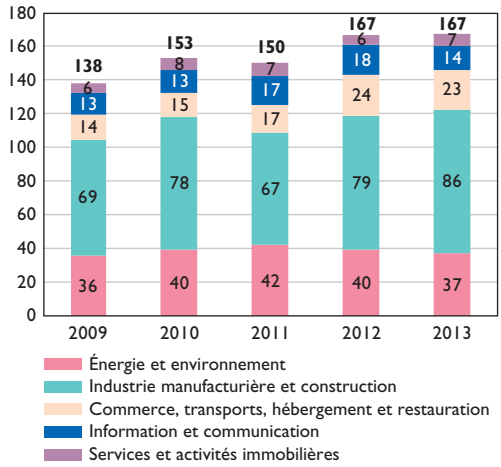
3| La structure financière se conforte tandis que les investissements diminuent

3|1 Une trésorerie globale stable

La trésorerie globale des soixante-dix-sept groupes reste stable en 2013, à 167 milliards (cf. graphique 11). Les groupes dont les comptes sont étudiés ne

Graphique 11 Trésorerie à la clôture

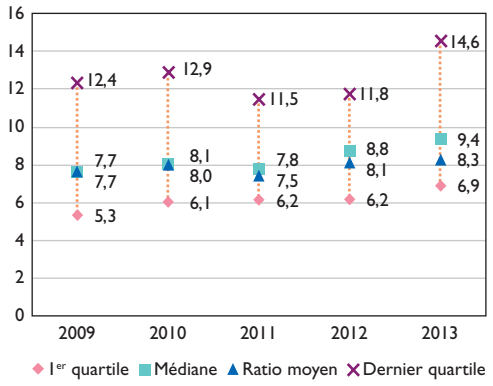
(en milliards d'euros)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

Graphique 12 Trésorerie à la clôture sur total bilan

(en %)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

dégagent pas d'excédents de trésorerie suffisamment conséquents pour accroître de manière significative leur trésorerie de clôture. Leurs disponibilités restent toutefois très élevées, confirmant la prudence actuelle des grands groupes français.

Le niveau de trésorerie équivaut ainsi en moyenne à 8,3 % du total des bilans de l'échantillon, une proportion qui progresse légèrement par rapport à 2012 (cf. graphique 12). Pour la moitié des groupes, les disponibilités équivalent à plus de 9 % du total de bilan en 2013, voire, pour un quart d'entre eux, à plus de 15 %. Rapportées aux flux de trésorerie générés par leur activité opérationnelle (cf. *infra*), les disponibilités des grands groupes cotés représentent ainsi toujours plus d'une année de flux de trésorerie d'exploitation (celle-ci étant évaluée à 137 milliards en 2013).

L'analyse sectorielle des résultats individuels révèle des évolutions contrastées (cf. tableau 3). L'exercice 2013 confirme que l'industrie française est le secteur générant les volumes de liquidités les plus élevés, avec un flux de trésorerie global de l'ordre de 7 milliards. Même si ce niveau est en baisse par rapport à 2012 (12,5 milliards), il reste très important. Au plan macroéconomique, il vient largement compenser les pertes en trésorerie supportées par les secteurs de l'énergie et environnement et de l'information et communication – évaluées dans chaque cas à près de 4 milliards.

En parallèle, les groupes cotés se sont désendettés afin d'apurer leur bilan et conserver une structure financière saine (cf. 3|5). Cette politique de désendettement peut être reliée à l'analyse des flux de trésorerie détaillée ci-après : des revenus d'exploitation en baisse, un niveau d'investissement en repli, et le maintien d'un flux régulier de remboursement d'emprunts appuient l'hypothèse d'un certain attentisme.

Tableau 3 Flux de trésorerie par secteur d'activité

(montants en milliards d'euros)

Secteur d'activité	2009	2010	2011	2012	2013
Commerce, transports, hébergement et restauration	- 1,5	0,0	2,3	7,4	- 1,0
Énergie et environnement	4,6	3,6	2,4	- 2,5	- 3,7
Industrie manufacturière et construction	23,1	9,6	- 11,7	12,5	6,7
Information et communication	0,9	0,1	4,2	1,1	- 3,7
Services et activités immobilières	1,0	1,8	- 0,5	- 1,4	1,4

Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

3|2 Des flux de trésorerie d'exploitation en baisse de 4 %

Les flux de trésorerie générés par les activités opérationnelles d'une entreprise correspondent à la différence entre sa capacité d'autofinancement et la variation de son besoin en fonds de roulement. Entre 2012 et 2013 ces flux diminuent de 143 à 137 milliards pour les groupes sous revue, revenant ainsi au niveau observé en 2011 (cf. graphique 13).

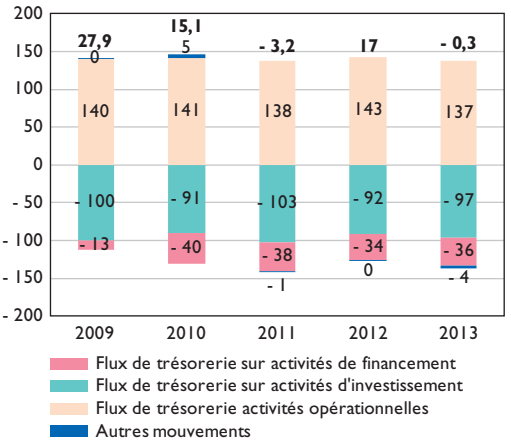
Le besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFRE), qui équivaut au financement nécessaire à l'activité de production de l'entreprise, s'est contracté entre l'exercice 2012 et l'exercice 2013 (cf. tableau 4). Au 31 décembre 2013, il atteint pour les soixante-dix-sept principaux groupes cotés français un montant total de 174 milliards contre 181,5 milliards un an auparavant.

Les groupes français continuent donc d'adapter leurs conditions d'exploitation au ralentissement de l'activité. On observe notamment une diminution d'environ 5 % des créances commerciales qui passent de 262 à 250 milliards en un an. Les dettes fournisseurs diminuent dans une moindre mesure (– 3 %) si bien qu'au total, le solde du crédit interentreprises (défini comme la différence entre les créances clients et les dettes fournisseurs) se réduit très nettement (– 22 %, passant de 26 milliards à 20 milliards). Les groupes cotés ont donc subi en 2013 une contraction de leurs carnets de commandes, mais ne l'ont pas répercutée sur leurs achats. Ce choix peut être lu comme le signe de l'attente d'une reprise ultérieure de l'activité, que la stabilité du niveau des stocks vient corroborer.

Au total, la quasi-totalité des secteurs ont bénéficié d'une contraction de leur BFRE, à la seule exception du commerce-distribution et celui d'information et communication (cf. tableau 5).

Graphique 13 Flux et variations de trésorerie

(en milliards d'euros)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

Tableau 4 Formation du besoin en fonds de roulement d'exploitation

(montants en milliards d'euros)

	2009	2010	2011	2012	2013
Encours clients (A)	225,7	243,8	260,4	262,0	249,6
Encours Fournisseurs (B)	196,6	214,7	233,2	236,0	229,4
Solde du crédit interentreprise (A – B)	29,10	29,10	27,2	26,0	20,2
Stocks (C)	131,4	140,7	154,5	155,5	153,6
BFRE (A – B + C)	160,5	169,9	181,6	181,5	173,8

Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

Tableau 5 Besoin en fonds de roulement par secteur d'activité

(montants en milliards d'euros)

	2009	2010	2011	2012	2013
Commerce, transports, hébergement et restauration	- 1,5	- 1,4	83,0	3,0	2,3
Énergie et environnement	55,1	56,4	57,8	57,1	51,1
Industrie manufacturière et construction	110,2	118,0	127,3	126,6	124,3
Information et communication	- 5,0	- 6,0	- 6,8	- 7,5	- 5,9
Services et activités immobilières	1,7	2,8	2,5	2,2	2,1
Total	**160,5**	**170,0**	**181,6**	**181,5**	**173,8**

Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

3|3 Les investissements diminuent malgré un renforcement des participations

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

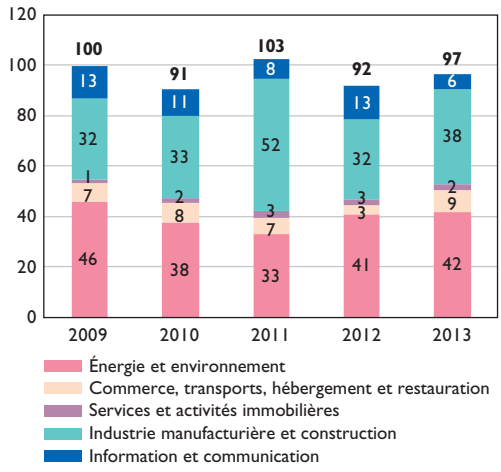
- les acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles ;
- les acquisitions d'immobilisations financières ;
- les cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles ;
- les cessions d'immobilisations financières.

En première analyse, le flux global de trésorerie dédié à des investissements de l'année 2013 fait apparaître des sorties nettes plus marquées qu'en 2012. Les entreprises présentes dans l'échantillon ont ainsi décaissé pour 97 milliards de trésorerie en 2013, contre 92 milliards lors de l'exercice précédent, soit une hausse de plus de 5 %.

L'analyse approfondie du flux de trésorerie met toutefois en évidence une diminution des opérations d'investissement (cf. graphiques 14 et 15). Le niveau des acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles ainsi que d'immobilisations financières se contracte en effet de manière significative (de 5 et 6 milliards respectivement), alors que celui des cessions marque un recul moindre (– 0,2 et – 2 milliards respectivement).

Graphique 14 Sorties nettes de trésorerie liées aux investissements

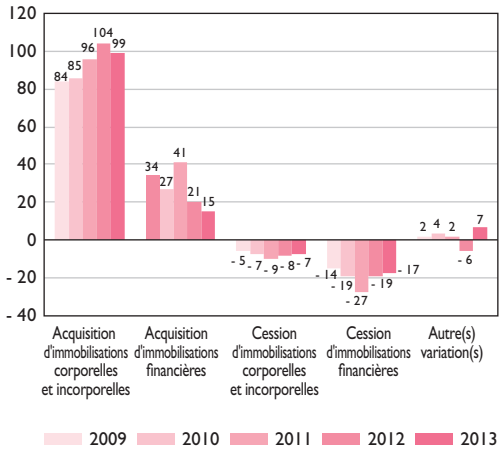
(en milliards d'euros)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

Graphique 15 Les flux d'investissements

(en milliards d'euros)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

Cette différence de perception induite par la lecture du flux global de trésorerie et celle du détail des opérations d'investissement et de désinvestissement s'explique en réalité par l'importance du poste « Autres variations » du tableau des flux de trésorerie, dans lequel des montants importants relatifs aux changements de périmètre sont comptabilisés (7,4 milliards en 2013, contre – 5,7 milliards en 2012). Ces éléments montrent en particulier la mise en œuvre d'une politique de renforcement des participations dans des filiales déjà possédées pour partie. Les entreprises affichent par le biais de ces opérations leur volonté de sécuriser leur situation financière et de trouver une manière d'augmenter leurs activités et leurs marges par le biais de la croissance externe.

3|4 Désendettement à travers le flux de financement

Les flux liés aux activités de financement regroupent, à titre principal, les opérations relatives au capital (dividendes, émissions et rachats d'actions) et à l'endettement financier. Négatifs depuis 2009, ils

constituent une ponction de plus de 36 milliards sur la trésorerie des groupes, en hausse de 7 % sur un an (cf. *supra*, graphique 13).

Plusieurs facteurs expliquent ce surplus de décaissements. À eux seuls, les dividendes distribués en 2013 représentent comme on l'a vu précédemment 38 milliards de flux de dépenses, en hausse de 5 %.

Par ailleurs, selon une étude menée par Standard & Poor's et publiée le 17 mars 2014, les entreprises françaises seront amenées à rembourser l'équivalent de 470 milliards d'ici à 2018. Cette perspective peut expliquer la variation des flux de décaissements constatée cette année, annonçant le début d'une phase de remboursement massif des dettes financières des grandes entreprises non financières (processus de *deleveraging*).

S'agissant de leurs entrées de capitaux, profitant d'un accès aisé au marché, les groupes ont fait largement appel aux émissions obligataires. Destinés à financer des investissements ou à restructurer leur endettement par substitution au crédit bancaire, ces emprunts leur ont globalement permis d'obtenir de meilleures conditions en matière de taux d'intérêt ou d'allongement de la maturité de leur dette. Ces opérations témoignent d'une stratégie de refinancement parfois opportuniste, certains groupes remboursant leur dette existante par anticipation pour réemprunter aussitôt.

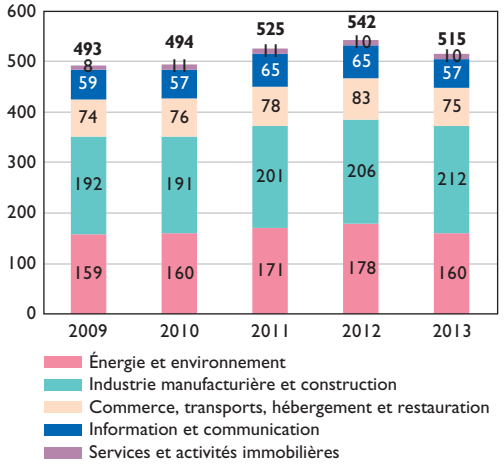
Au total, les bilans 2013 des groupes sous revue affichent un montant global d'endettement obligataire de 302 milliards, sans grande variation par rapport à 2012. Cependant, le poids de la dette obligataire dans le total des dettes financières des groupes analysés s'accroît progressivement à moyen et long terme, passant par exemple entre 2009 et 2013 de 46 % à presque 59 %. L'ampleur de ce mouvement souligne ainsi tout l'intérêt que portent les entreprises au marché obligataire depuis plusieurs années.

3|5 Le taux d'endettement se réduit

Pour la première fois depuis 2008, le taux d'endettement des soixante-dix-sept plus grands groupes français diminue en termes annuels. Le montant des dettes financières passe ainsi de 542 milliards en 2012 à 515 milliards en 2013, soit une diminution de l'ordre de 5 % (cf. graphique 16).

Graphique 16 Les dettes financières par secteur

(en milliards d'euros)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

Ce désendettement concerne le secteur de l'énergie-environnement, celui du commerce, des transports, de l'hébergement et de la restauration, ainsi que celui de l'information et la communication. À l'inverse, l'industrie manufacturière et les services et activités immobilières continuent à s'endetter.

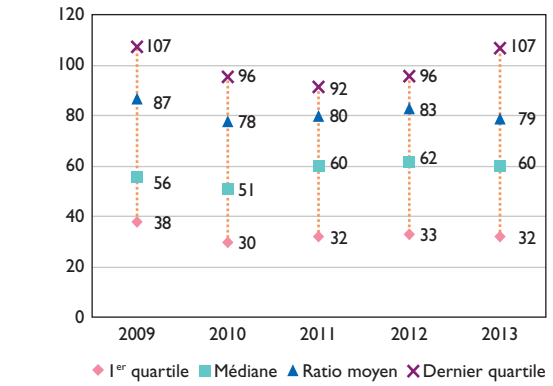
La baisse globale de l'endettement des groupes peut être en partie reliée à l'absence de besoins importants liés à l'exploitation, puisque le BFRE a diminué. D'autre part, les activités cédées ou abandonnées ont induit une sortie de l'endettement contracté par ces entités des bilans consolidés. L'importance de ces changements de périmètre explique donc pourquoi l'endettement n'est pas impacté par la hausse des flux d'investissement alors que la trésorerie demeure stable.

Si on rapporte l'endettement aux capitaux propres – en très faible hausse, moins de 1 % – on observe une baisse du taux d'endettement financier entre 2012 et 2013 (cf. graphique 17). Celui-ci passe en moyenne de 83 % à 78 %, revenant ainsi très près de son niveau de 2010. On assiste, de ce point de vue, à un renforcement de la solidité de la structure financière des grands groupes.

L'analyse de la distribution du ratio d'endettement financier révèle bien sûr toute une diversité de situations. Le taux d'endettement médian revient de 62 % à 60 %,

Graphique 17 Dettes financières sur capitaux propres

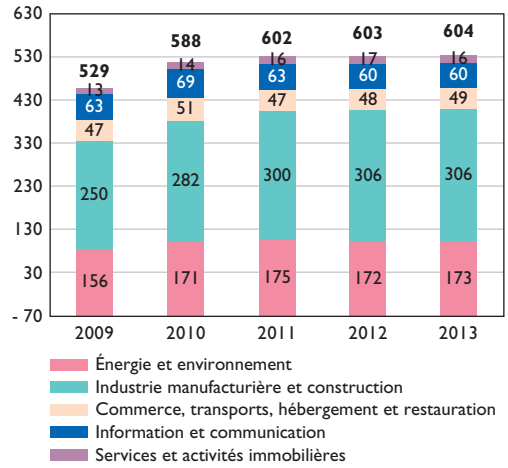
(en %)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

Graphique 18 Les capitaux propres part du groupe

(en milliards d'euros)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

soit un niveau équivalent à celui de 2011. Un quart des groupes affiche cependant un taux d'endettement deux fois plus faible, inférieur à 32 %. De l'autre côté du spectre, les dettes financières portées par le quart des groupes ayant le plus haut niveau d'endettement représentent désormais plus de 107 % des capitaux propres, un niveau en nette progression sur un an.

Le ratio dette brute/EBE, qui mesure le poids de l'endettement par rapport aux performances économiques, ressort en moyenne en 2013 à 2,6 années d'activité, soit un niveau quasiment stable par rapport à l'exercice 2012. Toutefois, il existe une très forte disparité entre les différents groupes. Du fait du fort différentiel de rentabilité entre les groupes, l'endettement de certains d'entre eux représente environ 10 années d'EBE alors que, à l'opposé, il représente pour d'autres moins d'une année seulement.

4| Les « autres éléments du résultat global » (OCI) freinent la progression des capitaux propres

4|1 Faible hausse des capitaux propres et regain des disparités

À la fin de l'année 2013, le niveau des capitaux propres s'élève à 604 milliards d'euros (cf. graphique 18). La progression par rapport à 2012 est minime (moins de 1 %) et s'inscrit dans la continuité des exercices précédents.

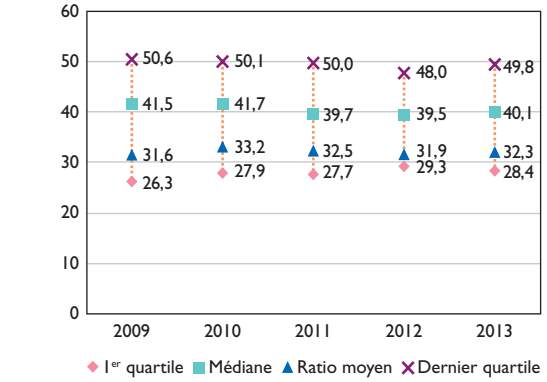
Le repli des résultats, la hausse des distributions de dividendes et l'impact négatif des « autres éléments du résultat global » sont des facteurs récurrents de ces dernières années. Ils expliquent à nouveau en 2013 la faible variation des capitaux propres. Les écarts de conversions, qui augmentent de façon exponentielle, jouent notamment un rôle majeur dans la baisse du résultat global.

Le total des capitaux propres des groupes compris dans notre échantillon s'élève à 604 milliards en 2013, après 602 milliards en 2011 et 603 milliards en 2012 (cf. graphique 18). Si on lui ajoute le montant des intérêts minoritaires, ce niveau se porte à 651 milliards, soit 32 % du total des bilans. Les encours d'intérêts minoritaires baissent pour la première fois depuis cinq ans. La diminution est relativement brusque (atteignant presque 10 %) et résulte notamment de changements de périmètre de consolidation dans certains grands groupes se séparant de filiales.

Au regard de la répartition des niveaux de capitaux propres, les disparités se sont creusées (cf. graphique 19). Un quart des entreprises possède ainsi un ratio supérieur à 50 % (48 % en 2012) tandis qu'un autre quart présente un ratio maximum de 28 % (contre 29 % en 2012). La médiane reste logiquement stable, autour de 40 %.

Graphique 19 Capitaux propres sur total du bilan

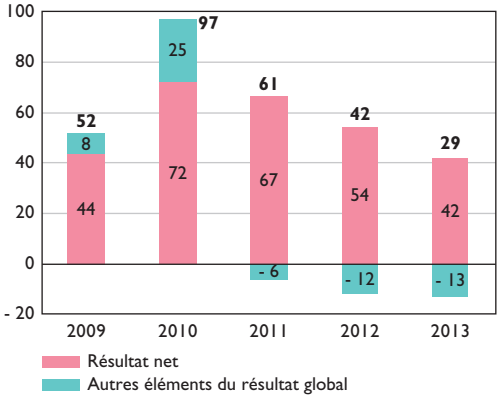
(en %)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

Graphique 20 Résultat net et résultat global

(en milliards d'euros)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

4|2 Le poids des « autres éléments du résultat global »

L'une des particularités des comptes consolidés en normes IFRS se rapporte aux « autres éléments du résultat global » (communément désignés par l'acronyme anglais OCI – *other comprehensive income*). Ces produits et charges comptables n'entrent pas dans le calcul du résultat net et sont sans impact sur la trésorerie. Ils sont imputés directement sur les capitaux propres, qu'ils peuvent ainsi faire évoluer significativement. Depuis fin 2008, les groupes doivent retracer ces écritures dans un tableau récapitulatif intitulé « État du résultat global ».

En 2013, le résultat global des soixante-dix-sept groupes cotés ressort à 29 milliards, soit une diminution de 31 % du résultat net. Ces « autres éléments » se caractérisent par leur volatilité, aussi bien du point de vue des montants enregistrés individuellement d'une période à l'autre que de la nature des opérations qu'ils retracent. Une fois agrégé, leur montant apparaît pourtant relativement stable par comparaison aux années précédentes (cf. graphique 20).

L'impact total sur le résultat net est négatif, à hauteur de 13 milliards d'euros contre 12 milliards en 2012. Cette ponction est d'autant plus importante en termes relatifs que le résultat net a diminué en 2013, si bien que les OCI représentent près d'un tiers du résultat net en 2013 (31 %), contre 22 % en 2012.

La composition des OCI s'avère particulièrement disparate en 2013 (cf. graphique 21). La principale composante en est constituée par les écarts de conversion, en d'autres termes les écarts de conversion de devises contre euro, pour les filiales étrangères disposant d'une comptabilité en devises. En 2013, cette charge fait plus que quadrupler (– 27 milliards, contre – 6 milliards fin 2012), compte tenu des éléments présentés plus haut concernant l'évolution des parités euro contre devises en 2013 [9].

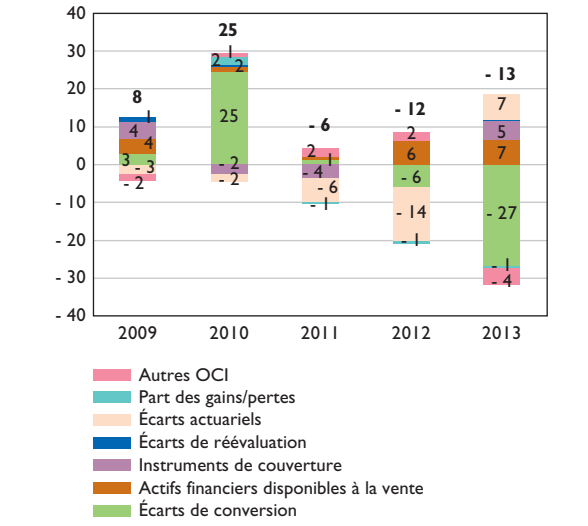
L'autre composante significative des OCI en 2013 concerne les écarts actuariels. Ceux-ci résultent des calculs actuariels effectués lors des mises à jour des provisions pour engagements de retraite. Ces écarts font l'objet d'un revirement complet en 2013 (de – 14 à + 7 milliards) et atténuent partiellement l'impact négatif des écarts de conversion (à hauteur de 7 milliards). Cette variation importante résulte de la révision de la norme IAS 19, qui impose depuis le 1er janvier 2013 une méthode unique de comptabilisation des provisions pour retraite [10].

9 *L'impact négatif des effets de change sur les capitaux propres s'explique par le fait que la conversion des états d'actifs et de passifs de ces filiales s'effectue au cours de change en vigueur à la date de clôture. Or, au 31 décembre 2013, l'euro s'était apprécié par rapport à la quasi-totalité des autres devises, entraînant une augmentation significative des pertes de change et donc une diminution des capitaux propres.*

10 *La révision de la norme IAS 19 a eu pour effet de supprimer la méthode dite du « corridor », qui permettait de ne comptabiliser qu'une fraction des écarts actuariels. À compter du 1er janvier 2013, la totalité des écarts actuariels doit être enregistrée directement dans les autres éléments du résultat global.*

Graphique 21 Décomposition des OCI

(en milliards d'euros)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014.

4|3 Un « *goodwill* » important en regard des capitaux propres

Au 31 décembre 2013, les *goodwills* nets des grands groupes cotés atteignent près de 300 milliards, représentant ainsi 46 % des capitaux propres. Ce ratio est en régression par rapport à l'exercice 2012 où il avoisinait 49 %. En effet, les dépréciations de *goodwill* ont doublé en 2013 (à 11 milliards).

L'exercice 2012 a connu d'importantes opérations financières d'envergure, avec des dépréciations de *goodwill* relativement nombreuses. D'autres sont attendues en 2014. De ce fait, les participations dans certaines sociétés ont subi de lourdes pertes de valeur. Le taux de dépréciation global s'alourdit de 9 % en 2012 à 12 % en 2013. Ce mouvement est plus particulièrement visible dans les secteurs de l'énergie, de l'environnement et de l'information et communication.

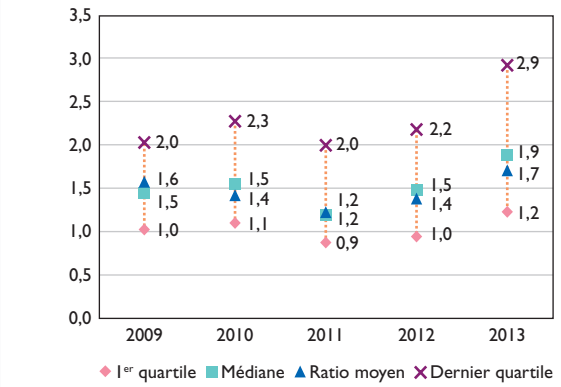
4|4 Les capitalisations boursières n'ont pas cessé d'augmenter

Malgré une activité et des résultats en repli, la capitalisation boursière des groupes compris dans notre échantillon n'a cessé d'augmenter depuis 2011 et de manière encore plus importante en 2013. Sous l'effet de la progression continue des marchés d'actions amorcée à la mi-2012, la capitalisation totale des soixante-dix-sept groupes progresse de 22 %, pour s'établir à la fin de 2013 à 1 117 milliards. Le marché fait donc confiance aux entreprises françaises et continue de miser sur un rebond financier d'après crise.

De manière plus détaillée, l'étude du « *price to book ratio* » (valeur de marché rapportée à la valeur comptable) met en évidence la progression du ratio médian, qui passe de 1,5 à 1,9 entre 2012 et 2013 et augmente ainsi de près de 27 % (cf. graphique 22). trente-six groupes sur les soixante-dix-sept sous revue ont un ratio supérieur à 2 (contre vingt-sept un an auparavant) et un quart de l'échantillon présente un ratio très élevé, supérieur ou égal à 2,9. À l'inverse, il n'y a plus que huit groupes caractérisés par un ratio inférieur à 0,8, contre douze dans ce cas en 2012.

Graphique 22 *Price to book* ratio

(en %)



Sources : Rapports financiers des soixante-dix-sept groupes, calculs Banque de France, mai 2014, NYSE Euronext.

Annexe

1 | Méthodologie

L'étude porte sur les groupes non financiers cotés sur la place de Paris, ayant un exercice social clos au 31 décembre 2013, et appartenant au compartiment A d'Euronext (capitalisation supérieure à 1 milliard d'euros). L'échantillon comporte soixante-dix-sept groupes. On peut estimer que ces groupes représentent 85 % du chiffre d'affaires réalisé par l'ensemble des sociétés cotées en France, et 60 % de l'ensemble des groupes français établissant des comptes consolidés.

Les comptes annuels consolidés de 2009 à 2013 sont pris en compte et les groupes sont répartis selon les secteurs suivants :

Groupes pris en compte

Énergie et environnement	AREVA, EDF, GDF-SUEZ, MAUREL ET PROM, SUEZ ENVIRONNEMENT, TOTAL, VEOLIA ENVIRONNEMENT
Industrie manufacturière et construction	AIRBUS GROUP (ex-EADS), AIR LIQUIDE, ALCATEL, ARKEMA, BIC, BIOMÉRIEUX, BOUYGUES, CIMENTS FRANÇAIS, DANONE, DASSAULT AVIATION, ERAMET, ESSILOR, EUROFINS, GROUPE BEL, HERMÈS, IMERYS, INGENICO, IPSEN, LEGRAND, L'ORÉAL, LAFARGE, LVMH, MICHELIN, NEXANS, PEUGEOT SA, PLASTIC OMNIUM, RENAULT, SAFRAN, SARTORIUS, SEB, SAINT-GOBAIN, SANOFI AVENTIS, SCHNEIDER, THALES, VALEO, VALLOUREC, VICAT, VINCI, VIRBAC
Commerce, transports, hébergement et restauration	ACCOR, ADP, AIR FRANCE-KLM, BOLLORE, CARREFOUR, CFAO, EIFFAGE, EUROTUNNEL, KERING (ex-PPR), ORPEA, RALLYE, REXEL, RUBIS
Information et communication	ATOS ORIGIN, CAP GEMINI, DASSAULT SYSTÈMES, ORANGE, GEMALTO, ILIAD, IPSOS, LAGARDÈRE, MÉTROPOLE TV, VIVENDI
Services et activités immobilières	BOURBON, BUREAU VERITAS, EDENRED, HAVAS [1], JC DECAUX, NEXITY, PUBLICIS, TECHNIP, TÉLÉPERFORMANCE

L'échantillon ne prend pas en compte les groupes suivants :

Groupes non pris en compte

États financiers en dollars	Établissements financiers et assimilés	Groupes n'arrêtant pas leurs comptes au 31 décembre	Sociétés foncières	Groupes déjà consolidés dans un autre groupe ou fonds d'investissement
ARCELORMITTAL	AXA	ALSTOM	ALTAREA	APRR
CGG VERITAS	BNP PARIBAS	EUTELSAT COMMUNICATIONS	FDL	CAMBODGE NOM.
SCHLUMBERGER	CIC	NEOPOST	FONCIÈRE DES MURS	CASINO GUICHARD
STMICROELECTRONICS	CNP	PERNOD RICARD	FONCIÈRE DES RÉGIONS	CHRISTIAN DIOR
	CRÉDIT AGRICOLE	RÉMY COINTREAU	FONCIÈRE LYONNAISE	COLAS
	EULER HERMÈS	SODEXO	GECINA NOM.	FAURECIA
	EURAZEO	VILMORIN & CIE	ICADE	FINANCIÈRE DE L'ODET
	NATIXIS	ZODIAC AEROSPACE	KLÉPIERRE	HAVAS (à partir de 2013)
	NYSE EURONEXT		MERCIALYS	PARIS ORLÉANS
	SCOR SE		SILIC	TF1
	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE		UNIBAIL-RODAMCO	WENDEL

1 *Havas, présent dans notre échantillon de 2009 à 2012, est consolidé au sein du groupe Bolloré à partir de 2013. Notre panel est donc constitué, pour l'année 2013, de soixante-dix-sept groupes.*

2| Données analysées

Les principaux postes faisant l'objet d'analyse pour les données des soixante-dix-sept groupes retenus pour l'échantillon 2013 :

I. INFORMATIONS GÉNÉRALES
Nom de l'établissement
N° SIREN
Code NACE de l'activité principale
II. COMPTE DE RÉSULTAT
Chiffre d'affaires
Dont chiffre d'affaires en France
Dont chiffre d'affaires par zones géographiques (Europe, Amériques, reste du monde)
EBITDA
Résultat opérationnel
Résultat opérationnel courant
Résultat net
III. RÉSULTAT GLOBAL
Variation des écarts de conversion
Actifs financiers disponibles à la vente
Couvertures des flux de trésorerie
Variation du surplus de réévaluation
Gains (pertes) actuariel(le)s
Gains et pertes comptabilisés directement en capitaux propres des entreprises mises en équivalence
Autres
Résultat global
IV. BILAN
Goodwill – valeur brute
Goodwill – valeur nette
Autres immobilisations incorporelles
Immobilisations corporelles
Stocks
Créances clients
Total des actifs (courant et non-courant)
Total des dettes financières
Dont dettes obligataires
Intérêts minoritaires
Capitaux propres
Dettes fournisseurs
Total du passif (courant et non courant)

V. VARIATION DES CAPITAUX PROPRES
Variation du capital social
Dividendes versés (part groupe + part minoritaire)
Écart de conversion
Écarts sur instruments financiers
Réévaluations des autres actifs
Pertes et gains actuariels
Mises en équivalence d'entreprise
VI. FLUX DE TRÉSORERIE
Flux de trésorerie sur activités opérationnelles
Flux de trésorerie sur activités d'investissement :
• acquisition d'immobilisations corporelles et incorporelles
• acquisition d'immobilisations financières
• cession d'immobilisations corporelles et incorporelles
• cession d'immobilisations financières
• autre(s) variation(s)
Flux de trésorerie sur activités de financement
Variation de trésorerie nette
Trésorerie nette à la clôture
Capitalisation boursière au 31/12/2013

Bibliographie

Alcaraz (M.) (2014)
« Les entreprises françaises se ruent sur le marché de la dette », *Les Échos*, 28 janvier

« À quoi servent les profits des ténors de la cote ? », *Les Échos*, 7 mars

« Les entreprises du CAC 40 cumulent près de 50 milliards d'euros de bénéfices », *Les Échos*, 7 mars

Besses-Boumard (P.) (2014)
« Les fleurons du CAC 40 s'attellent enfin aux dépréciations d'actifs », *Wansquare*, 28 février

Bing (P. Y.) (2014)
« Les dividendes des actions françaises sont-ils si indécents ?, *Option Finances*, 31 mars

Breiman (M.) (2014)
« Les Trimestriels soutiennent le marché », *Investir, le journal des finances*, 26 avril

Cette (G.) et Sylvain (A.) (2014)
« Situation financière des entreprises : la France décroche », *Problèmes économiques*, 1er mars

Fay (P.) (2014)
« Le nettoyage des comptes s'est poursuivi », *Les Echos*, 7 mars

Lefebvre (A.) (2014)
« Marché obligataire – les émetteurs allongent leurs maturités d'emprunt », *Option Finance*, 14 avril

Lejoux (C.) (2013)
« Fusions acquisitions : c'est reparti ! », *La Tribune*, 4 octobre

Leloup (L.) (2014)
« Fusions-acquisition des groupes industriels français en 2014 », *Finyear*, 10 février

Pelé (D.) (2014)
« Attentisme malgré de bons résultats », *Challenges*, 13 mars

Simon (J.-C.) (2013)
« La France, victime de ses groupes mondiaux », *La Tribune*, 4 octobre

Standard & Poor's (2014)
« Les entreprises européennes rembourseront l'équivalent de 1 600 milliards de dollars de dettes d'ici à 2018 », *La lettre du trésorier*, avril 2014

Groupes cotés européens des secteurs non financiers : rentabilité et structure financière en 2012

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

ERICA (Registres européens des comptes consolidés IFRS) est une base de données dédiée aux groupes des secteurs non financiers cotés en bourse et alimentée par les registres des comptes consolidés de huit pays européens. Elle est gérée par un groupe de travail ad hoc *du Comité européen des Centrales de bilans (ECCBSO), lui-même créé en 2005 pour étudier, à l'origine, l'impact de la mise en place des normes IFRS. L'objet de cette étude est de présenter, de manière synthétique, les informations relatives à l'exercice 2012 provenant de la base ERICA s'agissant en particulier des grandes tendances de leur rentabilité, de leur structure financière et de l'impact de la comptabilité à la juste valeur sur leurs fonds propres et leurs résultats. L'étude comporte aussi un éclairage spécifique sur l'impact des variations de juste valeur à partir d'un échantillon de 220 groupes pour lesquels des informations additionnelles sont collectées pour alimenter une base de données complémentaire : ERICA+. La diffusion initiale en anglais de cette étude a été effectuée en février 2014 auprès des membres et sur le site de l'ECCBSO.*

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

La baisse de la rentabilité se poursuit en 2012
En 2012, si le chiffre d'affaires a augmenté de 6 % en moyenne, grâce à la hausse observée dans tous les secteurs d'activité, pays et catégories de taille, le résultat d'exploitation, les flux de trésorerie et les bénéfices ont en revanche baissé. Dans ce contexte, les groupes européens inclus dans ERICA ont dû augmenter l'utilisation et la rotation de leurs actifs pour compenser la baisse de leurs marges. Au total, les bénéfices de ces groupes se sont élevés à 258 milliards d'euros en 2012, soit une baisse de 8 %.

Pas de changement notable de la structure financière
La hausse modérée des fonds propres observée en 2012 (+ 0,9 %) a coïncidé avec un léger recul du ratio de fonds propres. Le secteur de la construction continue d'afficher le ratio le plus faible de tous les secteurs. La légère hausse de la trésorerie et des équivalents de trésorerie provient principalement de la préférence des grands groupes pour la liquidité, reflet de l'augmentation des incertitudes économiques et financières dans les années précédentes. La légère hausse de la dette financière (+ 2,6 %) est due au comportement des plus grands groupes de l'échantillon.

L'impact de la comptabilité à la juste valeur a été positif sur le compte de résultat et négatif sur les fonds propres
Comme les années précédentes, l'impact global de la juste valeur est imputable aux grands groupes. L'impact positif sur le compte de résultat est dû à certains groupes du secteur de la construction et aussi de l'industrie (recours aux dérivés et comptabilité de couverture pratiquée par le secteur automobile). L'impact négatif sur les fonds propres est lié à la couverture du risque de taux, du risque de change et des matières premières dans tous les secteurs d'activité, à l'exception de la construction. L'analyse de corrélation montre que, comme en 2011, les groupes n'ont pas utilisé la juste valeur pour piloter leurs résultats en 2012.

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

Codes JEL : F23, G30, G32, L25

I| Rentabilité : après 2011, une deuxième année de résultats négatifs

I|1 Dans un contexte de crise, le résultat d'exploitation a baissé en 2012

Les données disponibles dans ERICA pour 2006-2012 témoignent d'une double baisse de la rentabilité : après la forte baisse de 2009, le net rebond de 2010 et la dégradation de 2011, 2012 a été une nouvelle année de baisse des bénéfices pour les groupes cotés européens des secteurs non financiers.

La hausse de chiffre d'affaires de 6 % observée en 2012 a été largement influencée par les bonnes performances des groupes des secteurs de l'industrie et de l'énergie. Pour autant, tous les pays, tous les secteurs et toutes les catégories de taille ont enregistré une hausse de leur chiffre d'affaires. Cette hausse n'est pas facile à analyser car il est difficile de faire la part entre la croissance organique des groupes dont le périmètre de consolidation est resté inchangé, et la croissance externe, autrement dit la hausse de chiffre d'affaires due à l'acquisition en 2012 de nouveaux groupes ou de nouvelles filiales qui ont été intégrés dans le courant de l'année au périmètre de consolidation.

Contrairement au chiffre d'affaires, l'EBIT (*«earning before interest and taxes»*, pouvant être assimilé au résultat d'exploitation) et le résultat avant impôt se sont avérés médiocres en 2012, avec une dégradation dans tous les secteurs d'activité, tous les pays et toutes les catégories de taille ; la seule exception concerne les petits groupes, qui ont enregistré une hausse de ces indicateurs (en valeurs médianes).

L'analyse de rentabilité fondée sur l'examen du ratio EBIT sur total des actifs peut être affinée en faisant la distinction entre deux composantes : un indicateur de marges (EBIT sur chiffre d'affaires) et un indicateur de rotation (chiffre d'affaires sur total des actifs). Les graphiques 1 et 2 facilitent l'interprétation du comportement des deux premières variables, la rentabilité et les marges, sur l'année 2012 (pour en savoir plus, voir l'annexe statistique complète disponible sur le site de l'ECCBSO, *http://www.eccbso.org*).

En 2012, la rentabilité des groupes européens cotés a légèrement reculé (– 0,4 point pour la moyenne pondérée et – 0,2 pour la médiane), affectant en pratique tous les secteurs d'activité et toutes les tailles. Cela s'est vérifié pour la moyenne pondérée

ENCADRÉ 1

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

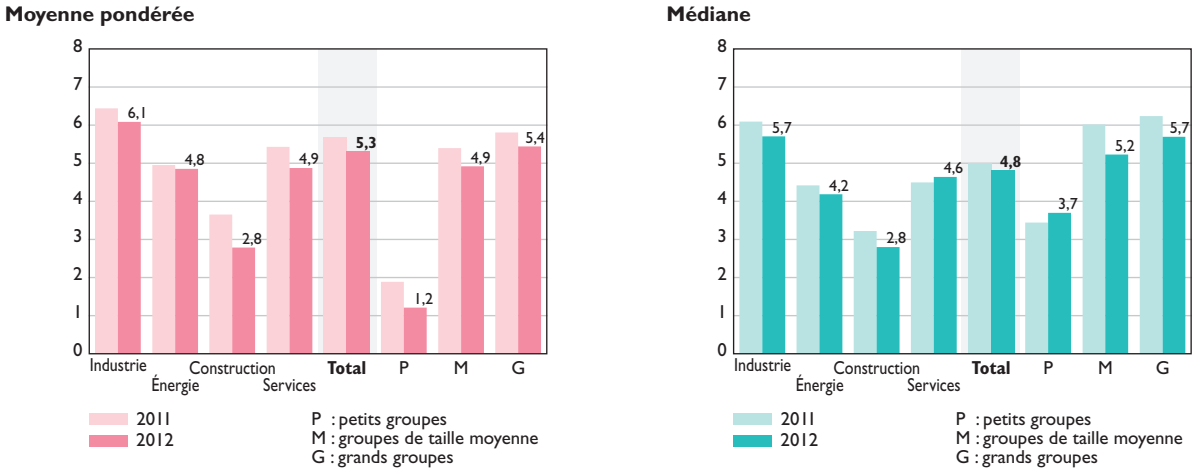
Les données utilisées dans la présente étude proviennent des états financiers publiés par les groupes cotés européens des secteurs non financiers. En raison des contraintes légales de publication qui sont différentes selon les pays, et du délai de traitement des données dans ERICA, l'étude porte sur les résultats des groupes à fin 2012. Les données ont fait l'objet d'un traitement manuel, par des spécialistes en statistiques et en comptabilité des centrales de bilans, afin d'être adaptées à un format européen standardisé (ERICA). Ce traitement manuel nécessite, dans certains cas, l'interprétation des données d'origine, contrainte dont les lecteurs du présent document doivent tenir compte.

La base de données ne représente pas la totalité des groupes européens des secteurs non financiers. Toutefois, la couverture des groupes européens cotés obtenue avec la base de données ERICA (qui comprend environ 1 000 groupes au total, auxquels s'ajoute, dans ERICA+, un sous-ensemble d'environ 250 groupes comportant des données comptables supplémentaires) correspond bien à la situation et à la composition nationale des marchés boursiers. L'analyse réalisée dans le présent document à partir des deux groupes de données d'ERICA, sous réserve des précisions apportées dans le premier paragraphe, donne un aperçu de la position et des performances des groupes européens cotés des secteurs non financiers.

1 Le groupe de travail ERICA comprend des représentants des banques centrales européennes et un observateur de l'IASB (International Accounting Standards Board, liste des membres en fin d'article). Les opinions des auteurs du présent document ne reflètent pas nécessairement celles des banques centrales nationales auxquelles ils appartiennent ou celles de l'ECCBSO.

Graphiques 1 Résultat d'exploitation sur total des actifs

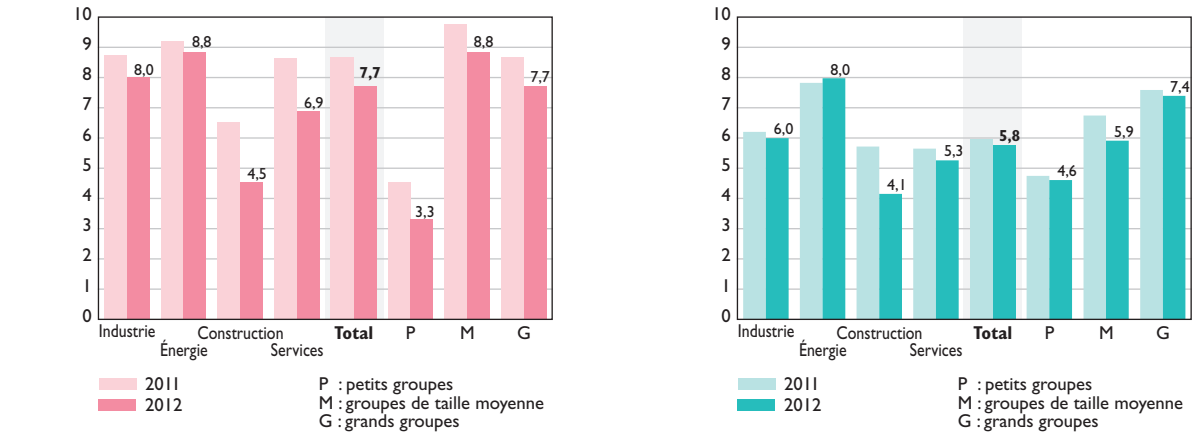
(en %)



Source : ECCBSO – base ERICA.

Graphiques 2 Résultat d'exploitation sur chiffre d'affaires

(en %)



Source : ECCBSO – base ERICA.

et aussi, dans une certaine mesure, pour la médiane (qui représente le comportement de la population qui n'est pas affectée par le poids d'un groupe précis), car seuls les petits groupes et les groupes spécialisés dans les services ont enregistré une légère hausse. La baisse observée au niveau de la médiane est due à la baisse des marges et de la rotation (– 0,2 et – 0,3 point respectivement). L'analyse de la moyenne pondérée aggrave cette tendance : la baisse de la rentabilité (qui est passée de 5,7 à 5,3 % en 2012) a été largement impactée par l'évolution des marges (mesurée par le ratio EBIT sur chiffre d'affaires), lesquelles ont reculé de 1 point (de 8,7 % à 7,7 %), la baisse atteignant 2 points dans les secteurs de la construction et des services (cf. graphiques 2).

Dans ce contexte, les groupes européens ont augmenté la rotation de leurs actifs (c'est-à-dire leur utilisation), avec une hausse de 3 points pour l'ensemble de l'échantillon, et des hausses plus élevées dans les services (+ 9 points), la construction (+ 5 points) et l'industrie (+ 3 points). Seuls les groupes du secteur de l'énergie ont enregistré une baisse de leur ratio chiffres d'affaires sur total des actifs.

1|2 Les flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles reculent dans tous les secteurs

En 2012, l'évolution des flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles a suivi dans une certaine mesure la tendance baissière de l'EBIT. Au niveau agrégé, la baisse (– 4 %) a concerné tous les secteurs d'activité et, en termes de taille, les groupes de taille moyenne et les grands groupes. Les petits groupes ont en revanche enregistré une hausse de cette variable, ce qui affecte la distribution statistique en termes de ratios.

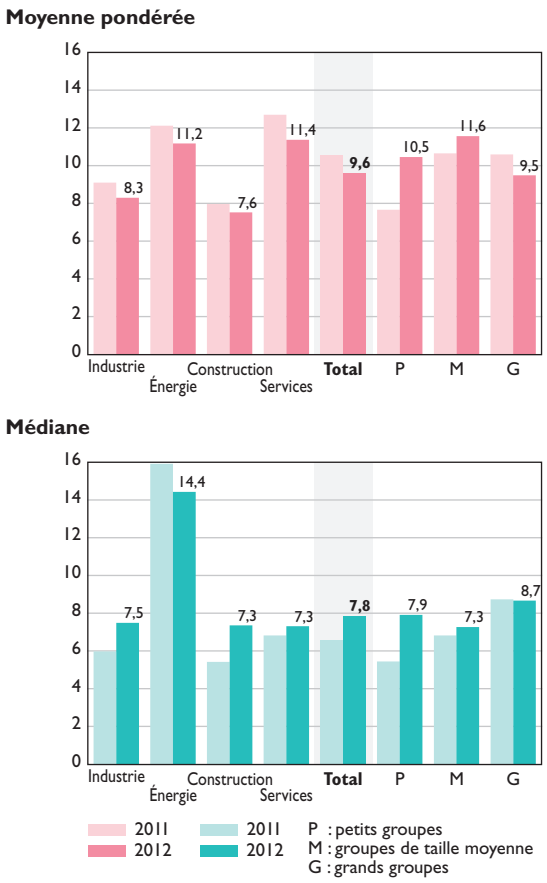
En effet, les graphiques 3, qui montre la relation entre les flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles et le chiffre d'affaires, font état en moyenne d'une baisse du ratio global (de 10,6 % en 2011 à 9,6 % en 2012) pour tous les secteurs d'activité et les grands groupes. Toutefois, le ratio est en hausse pour les petits groupes et les groupes de taille moyenne et de ce fait, le ratio médian augmente dans pratiquement tous les secteurs et toutes les catégories de taille (sauf dans l'énergie, où le nombre de petits groupes et de groupes de taille moyenne est faible).

1|3 Résultat avant impôt : nouvelle année de diminution des bénéfices

À 258 milliards d'euros, le niveau des bénéfices totaux réalisés par les groupes européens cotés des

Graphiques 3 Flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles sur chiffre d'affaires

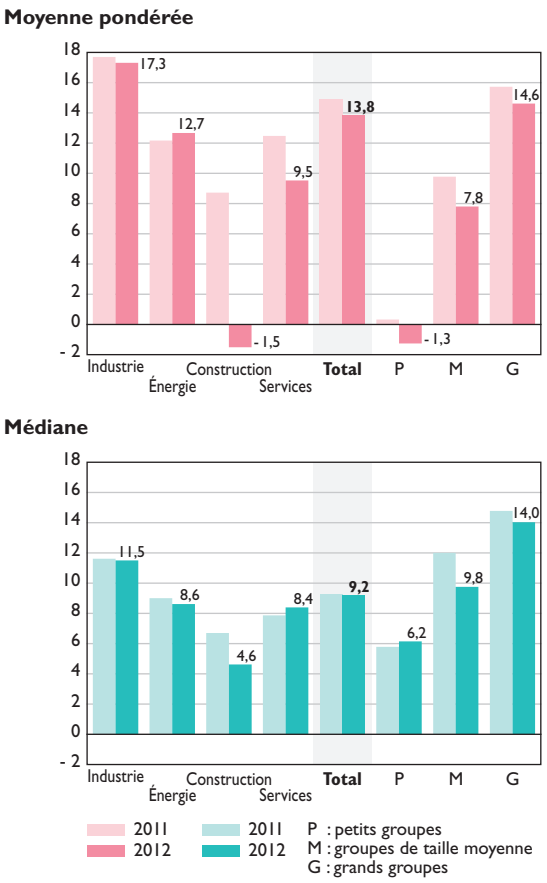
(en %)



Source : ECCBSO – base ERICA.

Graphiques 4 Résultat avant impôt sur fonds propres

(en %)



Source : ECCBSO – base ERICA.

secteurs non financiers reste significatif. 96 % de ces excédents sont générés par les grands groupes et 63 % le sont dans l'industrie. En valeur relative (ratio bénéfices sur fonds propres), la capacité bénéficiaire reste assez élevée, s'élevant à 13,8 % pour l'ensemble de l'échantillon.

Toutefois, la crise a de nouveau pesé sur les résultats des groupes européens en 2012, avec pour conséquence une baisse de leurs bénéfices (d'environ 8 %) dans tous les secteurs d'activité. En valeur relative, le ratio bénéfices sur fonds propres s'est détérioré, avec un recul de 1 point, de 14,9 à 13,8 %, en affectant plus fortement les petits groupes et les groupes du secteur de la construction, lesquels ont enregistré des pertes (en moyenne pondérée). L'analyse de la distribution statistique montre que la baisse du ratio a eu un effet moins important sur la médiane (baisse limitée à 0,1 %), mais là encore, elle a affecté pratiquement tous les secteurs d'activité et toutes les tailles, comme le montrent les graphiques 4.

2| Analyse de la structure financière

2|1 Légère hausse des fonds propres mais recul du ratio de fonds propres

Comme l'année précédente, le niveau des fonds propres n'a guère évolué, avec une hausse globale de 0,9 % en 2012. Seul le secteur de l'industrie affiche une tendance positive, avec une hausse des fonds propres de 4,7 %. Les secteurs de l'énergie, de la construction et des services enregistrent en revanche une baisse des fonds propres. En termes de taille, les grands groupes ont particulièrement contribué à la hausse globale.

Les deux mesures du ratio de fonds propres ont légèrement reculé : la moyenne pondérée et la médiane ont baissé de 0,2 point, à respectivement 31,7 % et 38,0 % (cf. graphiques 5).

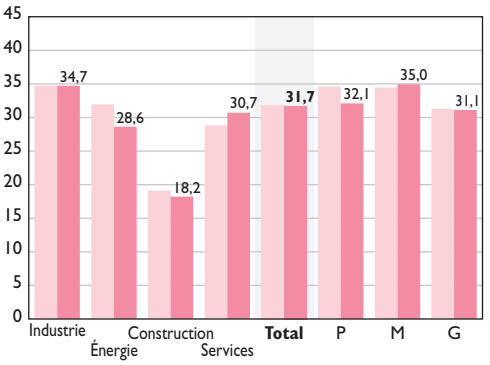
La moyenne pondérée n'a pas suivi la même tendance dans toutes les tailles de groupes et dans tous les secteurs. Si le secteur de l'énergie affiche la plus forte baisse (– 3,3 points), le secteur des services a enregistré une hausse de 1,9 point. Le secteur de la construction affiche encore une fois un ratio (moins de 20 %) inférieur à celui de tous les autres secteurs (environ 30 % ou plus). Du point de vue de la taille des groupes, seuls les groupes de taille moyenne sont parvenus à améliorer légèrement leur ratio de fonds propres (+ 0,5 point). Le ratio des petits groupes s'est contracté de 2,5 points.

Les résultats sont similaires pour la médiane. Là encore, le secteur de l'énergie affiche la plus forte baisse (2,7 points), mais le secteur de la construction enregistre également un net recul (– 2,1 points). Le ratio de fonds propres des deux autres secteurs reste globalement stable. Du point de vue de la taille des groupes, seuls les groupes de taille moyenne sont parvenus à augmenter légèrement leur ratio (+ 0,4 point).

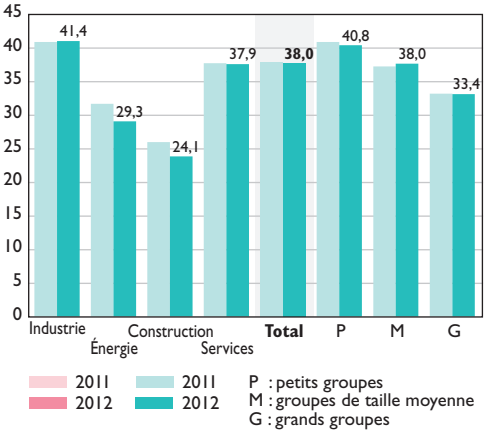
Graphiques 5 Ratio de fonds propres (fonds propres sur total des actifs)

(en %)

Moyenne pondérée



Médiane



Source : ECCBSO – base ERICA.

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

Une préférence accrue pour la liquidité en 2012

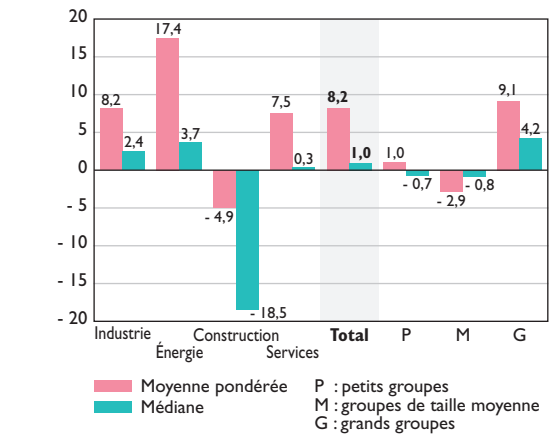
La tendance des années précédentes consistant à accumuler de la trésorerie et des équivalents de trésorerie, qui semblait s'être interrompue en 2011, a repris en 2012. La nette préférence pour la liquidité témoigne de l'augmentation des incertitudes économiques et financières au cours des années précédentes. En 2012, on a pu constater encore une fois une nette hausse de la trésorerie et des équivalents de trésorerie (8,2 % en moyenne).

La hausse de la liquidité a connu une forte accélération dans le secteur de l'énergie (17,4 %). Elle est en revanche beaucoup plus modérée dans l'industrie (8,2 %) et les services (7,5 %). Seuls les groupes du secteur de la construction ont réduit leur trésorerie, de 4,9 % (cf. graphique 6).

La médiane globale n'enregistre qu'une légère hausse (1,0 %). Les changements affectant les médianes des secteurs diffèrent souvent des changements observés pour la moyenne pondérée. Par exemple, la médiane du secteur de la construction a reculé beaucoup plus fortement (– 18,5 %) que la moyenne pondérée. Cela étant, la hausse de la liquidité dans les trois autres secteurs a été beaucoup moins prononcée au regard de la médiane qu'en moyenne pondérée. Cela montre que les grandes entreprises ont davantage tendance à accroître leur volant de liquidité que les PME.

Graphique 6 Évolution de la trésorerie et des équivalents de trésorerie en 2012

(en %)



Source : ECCBSO – base ERICA.

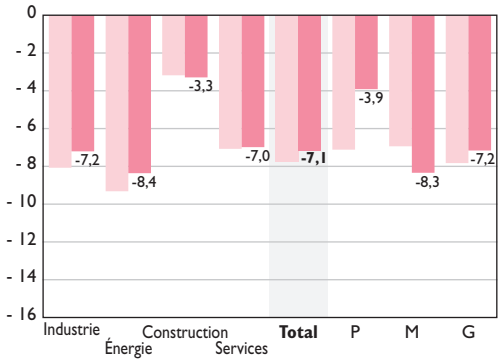
Légère baisse du poids relatif des dépenses nettes d'investissement

Comme les années précédentes, le ratio net d'investissement global n'a pas augmenté en 2012. Il n'y a toutefois pas eu de baisse significative de l'investissement comme en 2011. Les secteurs de l'industrie et de l'énergie ont enregistré une baisse de leur ratio net d'investissement d'environ 1 % en moyenne. Le niveau d'investissement dans les secteurs de la construction et des services est resté pratiquement inchangé (cf. graphiques 7). Les petits groupes ont davantage réduit la

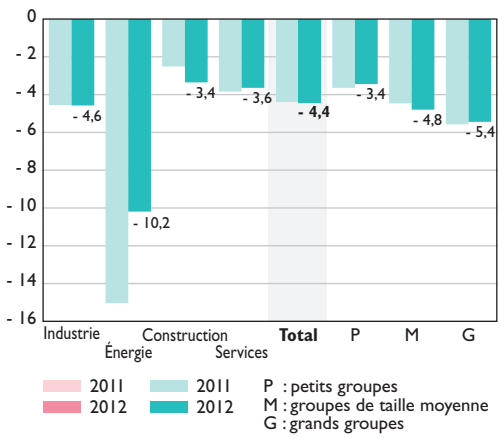
Graphiques 7 Flux de trésorerie nets liés aux activités d'investissement sur chiffre d'affaires

(en %)

Moyenne pondérée



Médiane



Source : ECCBSO – base ERICA.

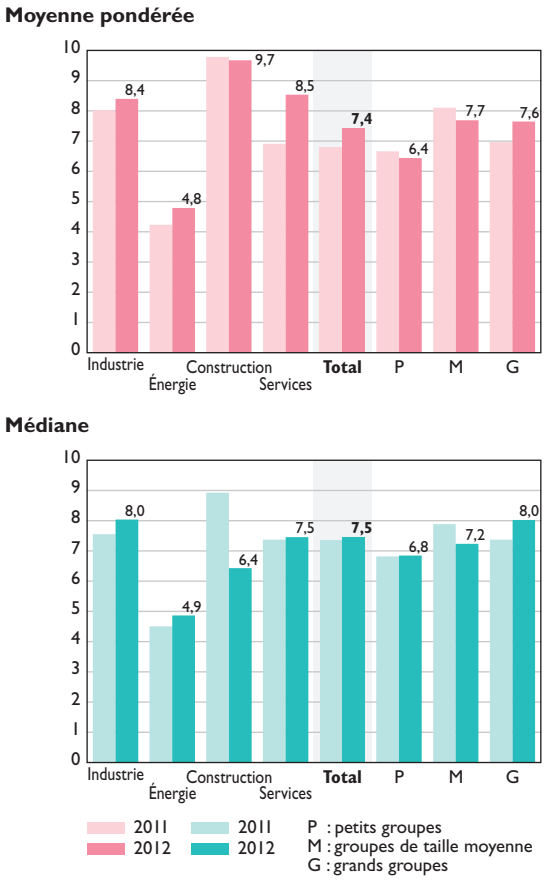
proportion de leurs dépenses d'investissement nettes que les grands groupes ou les groupes de taille moyenne. Les médianes des différents secteurs et des différentes catégories de taille sont restées globalement stables l'année dernière, même si les taux peuvent être variables selon les secteurs. Seule exception : la médiane du secteur de l'énergie a nettement baissé.

Faible hausse du taux de liquidité

Parallèlement à la hausse de la trésorerie et des équivalents de trésorerie, le ratio liquidité sur total des actifs a également légèrement augmenté (+ 0,6 point en moyenne), atteignant 7,4 % fin 2012. Le ratio médian est resté globalement stable (+ 0,1 point), à 7,5 % en fin d'année.

Graphiques 8 Liquidité – trésorerie et équivalents de trésorerie sur total des actifs

(en %)



Source : ECCBSO – base ERICA.

La hausse de la moyenne pondérée est principalement imputable au secteur des services, où le taux de liquidité est passé de 6,9 à 8,5 %. Les ratios des secteurs de l'industrie et de l'énergie ont également légèrement augmenté, et seul celui du secteur de la construction est resté pratiquement inchangé (cf. graphiques 8).

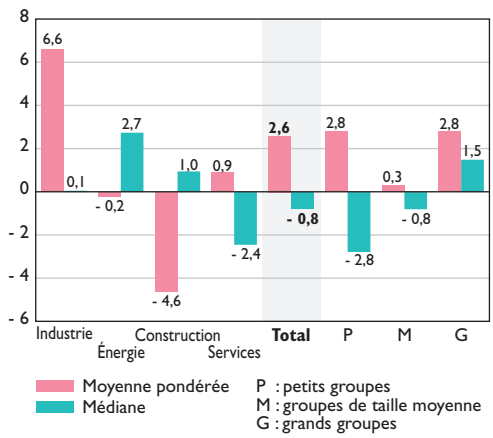
2|3 L'endettement financier a légèrement augmenté et le taux d'endettement est resté globalement stable

Légère hausse de l'endettement financier en 2012

L'endettement financier total a légèrement augmenté (+ 2,6 % en moyenne). Les tendances des différents secteurs et des différentes catégories de taille ne sont pas uniformes : si l'on observe une forte hausse dans l'industrie (+ 6,6 %), la construction affiche une nette baisse et le secteur des services une légère augmentation. Le secteur de l'énergie est resté globalement stable. Par rapport à 2011, l'évolution de l'endettement financier est moins prononcée. En revanche, la médiane affiche une légère baisse globale (– 0,8 %), mais les tendances par secteur et par catégorie de taille ne sont pas uniformes (cf. graphiques 9).

Graphique 9
Évolution de l'endettement financier en 2012

(en %)



Source : ECCBSO – base ERICA.

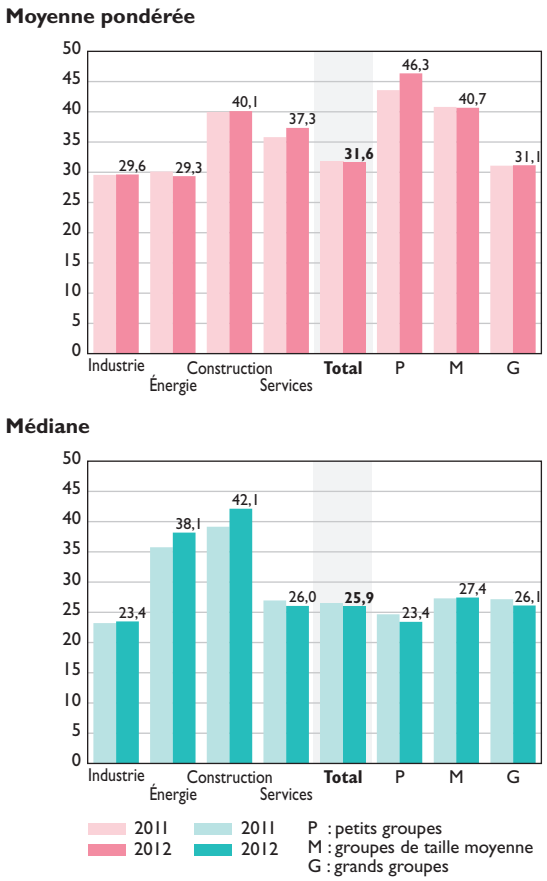
Le poids de l'endettement financier est resté globalement stable

Bien que l'endettement financier ait légèrement augmenté en valeur absolue en 2012, le taux d'endettement est resté globalement stable, à environ 31 % du total des actifs. Le taux global a même baissé de 0,1 point en moyenne. La principale évolution concerne le secteur des services, où le ratio est passé de 35,8 % en 2011 à 37,3 % en 2012. Dans tous les autres secteurs, le ratio a peu évolué. Par ailleurs, les grands groupes affichent un ratio moyen inférieur à celui des petits groupes et des groupes de taille moyenne (cf. graphiques 10).

Les évolutions par secteur sont plus prononcées dans la médiane que dans la moyenne pondérée, elles ne sont pas uniformes. Le taux d'endettement médian, pour l'ensemble des secteurs et des catégories de taille, a baissé de 0,6 %.

Graphiques 10 Endettement financier sur total des actifs

(en %)



Source : ECCBSO – base ERICA.

3| Impact de la comptabilisation en juste valeur sur les états financiers

ENCADRÉ 2

L'analyse de l'impact de la juste valeur s'appuie sur les états financiers 2012 et intègre les chiffres de 221 groupes inclus dans ERICA+ (base complémentaire qui contient des informations supplémentaires par rapport à la base ERICA, ce qui rend cette analyse possible). 148 de ces groupes, soit 67% de l'échantillon global (57% en 2011), ont fait l'objet d'une réévaluation à la juste valeur. 119 groupes ont enregistré dans leur compte de résultat des éléments valorisés en juste valeur, 92 ont procédé à des ajustements ayant un impact sur les fonds propres, et 73 n'ont procédé à aucun ajustement de juste valeur.

3|1 Impact positif sur le compte de résultat et négatif sur les fonds propres

En 2012, la juste valeur a eu des impacts différents sur le compte de résultat et sur les fonds propres. Si l'impact sur le compte de résultat est positif en raison principalement des ajustements de reclassement sur les actifs financiers disponibles à la vente, il est négatif sur les fonds propres en raison essentiellement des instruments de couverture des flux de trésorerie. Les grands groupes ont tendance à procéder à davantage de réévaluations à la juste valeur, contrairement aux petits groupes et aux groupes de taille moyenne (cf. graphiques 11).

Impact positif sur le compte de résultat en raison des ajustements sur les actifs financiers disponibles à la vente

Dans le compte de résultat, l'impact global de la juste valeur est positif grâce au secteur de la construction ; cela s'explique plus précisément par les comptes d'une société qui a subi de lourdes pertes du fait

d'une baisse du pourcentage de ses participations et de leur valorisation au prix du marché. Dans l'énergie, l'impact de la juste valeur est faible et provient de deux évolutions divergentes. D'une part, les actifs non courants ont eu un impact positif important en raison de la réduction de la participation d'un groupe, suivie par une sortie du pacte d'actionnaires. D'autre part, la baisse de la juste valeur des dérivés de matières premières a eu un impact négatif.

L'industrie est clairement influencée par les dérivés et par la politique de comptabilité de couverture du secteur automobile. Ce secteur a recours à des instruments de couverture tels que les contrats d'option et les contrats de change à terme afin de se couvrir contre le risque de change lié aux transactions futures, et à des *swaps* de taux et des *swaps* de matières premières afin de se couvrir contre les fluctuations des prix des matières premières. L'impact du recours à ces dérivés joue à la fois sur le compte de résultat et sur les capitaux propres.

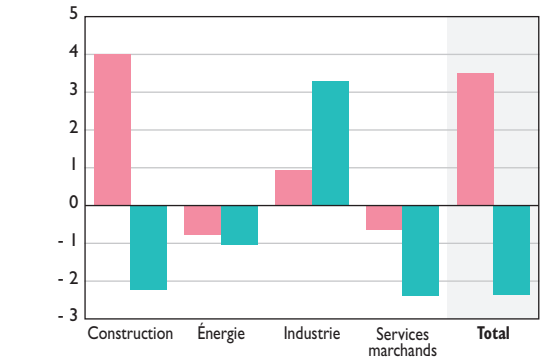
Impact négatif sur les fonds propres du fait des instruments de couverture des flux de trésorerie

S'agissant des fonds propres, l'impact global est négatif et principalement imputable à la construction et aux services marchands.On constate que l'impact négatif des instruments de couverture des flux de trésorerie concerne tous les secteurs, sauf l'industrie. En fait,

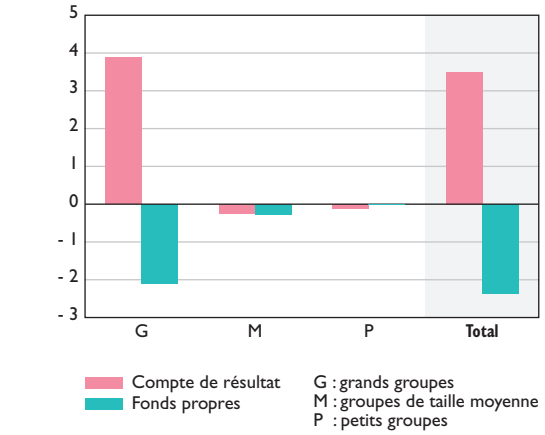
Graphiques 11 Réévaluation à la juste valeur (total par secteur et par taille)

(en milliards d'euros)

Par secteur



Par taille

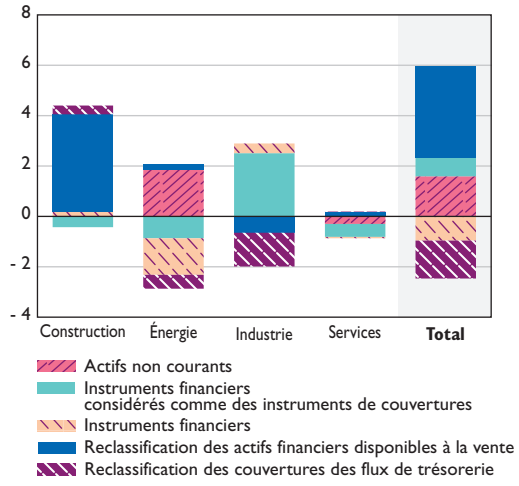


Source : ECCBSO – base ERICA.

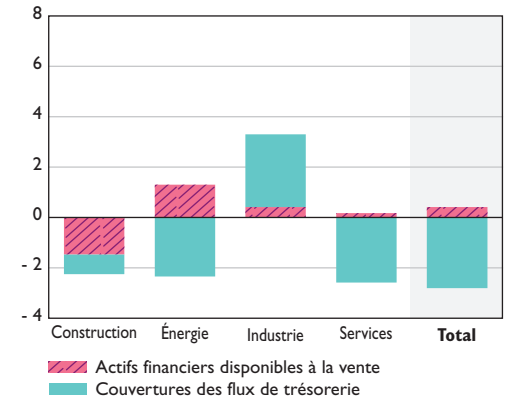
Graphiques 12 Réévaluation à la juste valeur : impact sur le compte de résultat et les fonds propres (total par secteur)

(en milliards d'euros)

Compte de résultat



Fonds propres



Source : ECCBSO – base ERICA.

l'industrie a un impact positif qui compense près de la moitié de l'impact négatif total. Dans l'énergie, l'impact négatif s'explique par le recours aux dérivés afin de se couvrir contre les fluctuations des taux d'intérêt et des taux de change. Dans les services marchands, la tendance est influencée par les couvertures de change utilisées par un groupe de télécommunications afin de couvrir ses investissements à l'étranger contre le risque de perte lié à la dépréciation des devises et aux fluctuations des taux d'intérêt.

Dans l'ensemble, la réévaluation à la juste valeur dans le compte de résultat a un impact limité sur le chiffre d'affaires. Toutefois, certains petits groupes et groupes de taille moyenne ont des ratios plus élevés (supérieurs à 15 %), ce qui entraîne des différences entre la moyenne simple et la moyenne pondérée dans le secteur des services. Le poids de la réévaluation des fonds propres sur le total des fonds propres est inférieur à 2 % pour tous les secteurs, sauf pour la construction (10 %), en raison principalement du niveau modéré des fonds propres de ce secteur.

Une analyse de corrélation entre la réévaluation à la juste valeur dans le compte de résultat et le bénéfice (ou la perte) pour l'année, avant la réévaluation à la juste valeur, nous permet de conclure que les groupes des secteurs non financiers n'ont pas utilisé la juste valeur pour modérer leurs résultats en 2012. Comme les années précédentes, la réévaluation à la juste valeur a eu pour effet d'amplifier les bénéfices plutôt que de les lisser.

De plus, une analyse de régression à l'aide d'un ensemble de variables comptables telles que le total des actifs, les immobilisations incorporelles, le chiffre d'affaires, les bénéfices, la recherche et développement et le secteur et, comme variable dépendante, la valeur absolue de la réévaluation à la juste valeur, aboutit à un cœfficient R^2 ajusté de seulement 45 % pour la réévaluation à la juste valeur totale. Ce chiffre, faible, montre que les variables comptables ne sont pas le seul moyen d'évaluer l'impact de la juste valeur et qu'elles dépendent aussi d'autres variables importantes, telles que les indices boursiers.

À cet égard, une comparaison avec les indices boursiers montre que les tendances reflétées par les groupes utilisant la comptabilité à la juste valeur coïncident avec la tendance positive observée sur les marchés boursiers européens en 2012, indépendamment de la mesure choisie (moyenne pondérée ou médiane). Cette tendance se retrouve dans tous les secteurs d'activité analysés (des informations détaillées sont disponibles dans l'annexe statistique), à l'exception de l'énergie, où certaines opérations ont pesé sur la moyenne pondérée, ne reflétant pas correctement l'amélioration de la capitalisation des groupes européens.

Annexe 1

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

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

Annexe 2

Base de données ERICA : couverture et principaux chiffres

L'analyse réalisée dans le présent document s'appuie principalement sur les états financiers consolidés figurant dans la base de données ERICA, notamment sur les chiffres publiés en 2012 par près de 1 000 groupes européens des secteurs non financiers cotés sur une bourse européenne. Les sections 1 et 2 (rentabilité et analyse de la structure financière) se basent sur les principales données communes figurant dans ERICA, tandis que la section 3 (impact de la juste valeur) s'appuie sur des données supplémentaires, obtenues dans ce cas pour un sous-ensemble de 250 groupes, appelé ERICA + dans le présent document.

Il est rendu compte ici de la grande représentativité de la base de données ERICA en ce qui concerne les groupes cotés des secteurs non financiers. Le tableau ci-dessous montre ainsi l'importance des groupes français et allemands dans ERICA (comme dans la population totale) : les groupes de ces deux pays représentent près de 70 % du chiffre d'affaires, des fonds propres ou du total des actifs des 997 groupes analysés, et le pourcentage atteint 89 % pour la variable « flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles ».

ERICA contient entre 44 % (Allemagne) et 100 % (Portugal) des groupes cotés. Au regard du chiffre d'affaires, la couverture est très importante pour tous les pays et va de 84 % pour l'Autriche à 100 % pour le Portugal et l'Espagne. Du point de vue de la taille, pour toutes les variables analysées (total des actifs, fonds propres,

Représentativité de l'échantillon utilisé, secteurs et pays couverts
Principaux chiffres pour 2012 [a)]

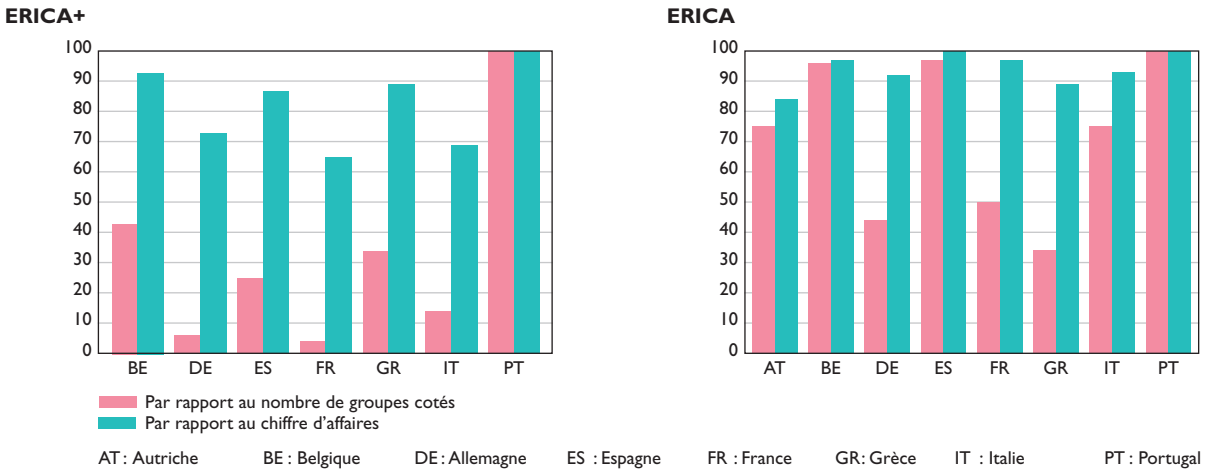
(chiffres en milliards d'euros)

	Nombre	Total des actifs	Fonds propres	Dettes financières	EBIT	Flux de trésorerie liés aux act. op.	Résultat avant impôt	Chiffre d'affaires
Par pays :								
France	334	2 196,60	727,74	603,26	115,57	150,45	96,35	1 437,82
Allemagne	221	1 823,68	548,45	557,64	95,89	103,09	95,26	1 473,27
Italie	127	581,48	202,93	191,53	32,31	39,69	24,57	374,66
Autriche	44	128,87	52,84	37,30	8,19	10,23	6,56	105,72
Espagne	111	763,43	213,92	312,62	38,54	58,28	18,92	403,94
Belgique	76	196,32	72,70	63,31	15,38	19,12	12,40	129,34
Grèce	50	81,97	29,10	29,93	1,63	5,64	0,29	59,47
Portugal	35	127,48	32,62	59,02	6,09	7,79	3,94	73,83
Par secteur :								
Industrie	442	2 726,45	946,63	806,67	165,86	173,15	163,77	2 075,39
Énergie	50	1 448,33	414,13	423,57	70,08	88,91	52,44	792,61
Construction	55	324,10	58,85	129,94	9,00	15,06	- 0,88	199,34
Services	444	1 453,61	446,59	542,41	70,79	117,83	42,55	1 032,32
Non classé	6	4,08	1,87	1,02	0,32	0,29	0,27	2,42
Par taille (chiffre d'affaires) :								
Petits groupes (< 250 millions)	470	126,80	40,69	58,61	1,53	4,89	- 0,51	46,52
Groupes de taille moyenne (250 millions-1,5 milliard)	286	351,86	122,99	141,68	17,26	22,73	9,60	195,86
Grands groupes (> 1,5 milliard)	241	5 477,91	1 704,38	1 703,33	297,26	367,62	249,06	3 859,70
TOTAL	**997**	**5 956,57**	**1 868,06**	**1 903,62**	**316,05**	**395,24**	**258,15**	**4 102,08**

a) Un filtre a été utilisé pour éviter que des secteurs ou des pays ne soient comptés deux fois.
Note : Le nombre d'entreprises par pays et par secteur ou par taille est différent ; certains groupes comptés deux fois appartiennent au même pays mais évoluent dans des secteurs différents.
Source : ECCBSO – base ERICA.

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

(en %)



Source : ECCBSO – base ERICA.

engagements financiers, chiffre d'affaires, EBIT, flux de trésorerie, résultat), les grands groupes (ceux dont le chiffre d'affaires est supérieur à 1,5 milliard d'euros) représentent entre 89 et 95 % du total.

Si l'on regarde la principale activité des groupes (voir encadré 2 pour plus de détails sur le degré de diversification des groupes cotés européens des secteurs non financiers), le tableau ci-contre montre l'importance des groupes industriels : ceux-ci représentent 42 % des engagements financiers et 50 % de l'EBIT, et le pourcentage atteint 63 % pour le résultat avant impôt. Le deuxième secteur d'activité le plus important est celui des services : à eux deux, les secteurs des services et de l'industrie représentent 89 % du nombre total de groupes analysés.

Concernant ERICA + sa couverture par rapport au nombre de groupes consolidés cotés varie de 100 % (Portugal) à 6 % (Allemagne). Toutefois, en termes de chiffre d'affaires ERICA + représente un échantillon représentatif de la population des groupes, avec des taux de couverture plus élevés (de 69 % pour l'Italie à 100 % pour le Portugal (cf. graphiques A).

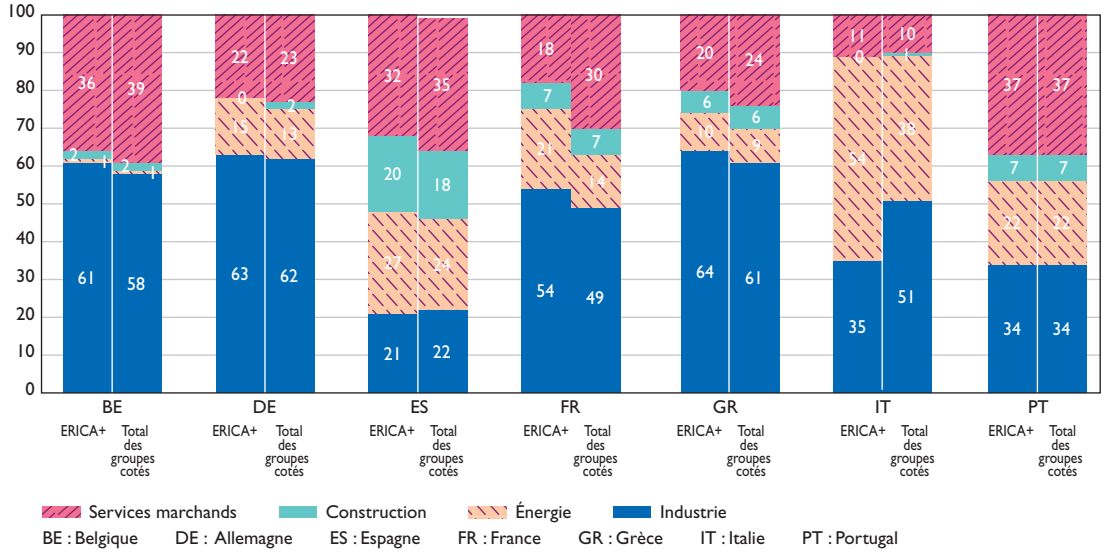
La ventilation sectorielle des groupes européens cotés varie fortement d'un pays à l'autre. L'industrie est particulièrement importante dans la plupart des pays, sauf au Portugal et en Espagne. Le secteur de la construction représente une part importante du marché boursier en Autriche et en Espagne alors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

La structure sectorielle est bien représentée dans les deux bases de données (cf. graphiques B).

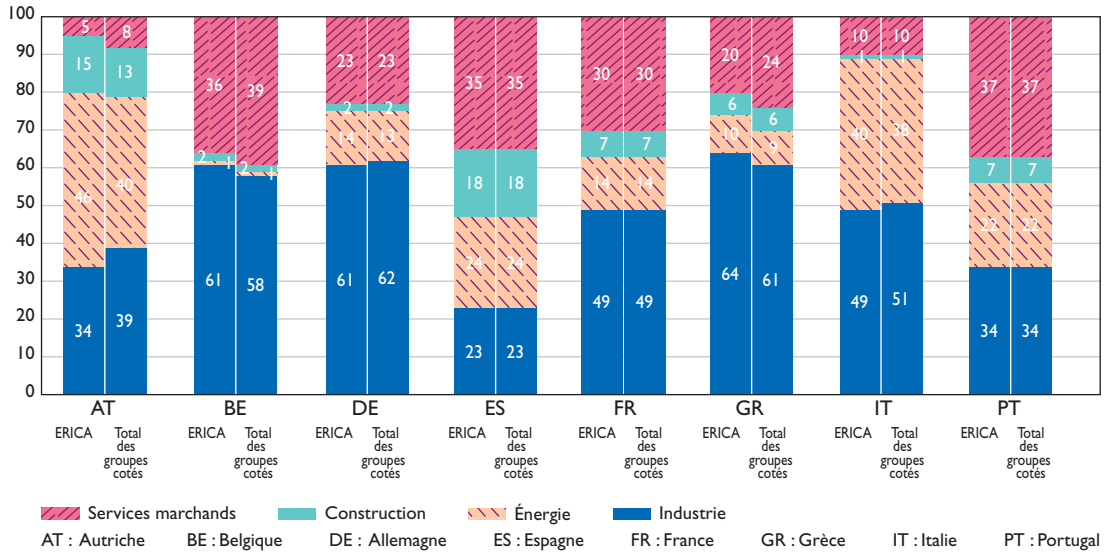
Graphiques B Structure par pays et par secteur (par rapport à un indicateur quantitatif)

(en %)

ERICA+



ERICA



Source : ECCBSO – base ERICA.

Annexe 3

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

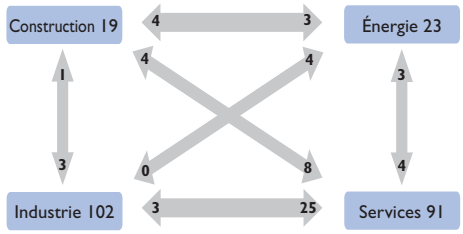
Afin de déterminer comment le chiffre d'affaires des groupes se répartit entre leurs différentes activités, deux approches distinctes ont été utilisées. La première approche prend en compte l'ensemble des activités des groupes, que ces activités appartiennent ou non au même secteur d'activité (cf. codes NACE à deux positions). La deuxième approche prend en compte uniquement les deuxième et troisième activités déclarées par les groupes qui appartiennent à différents secteurs d'activité (codes NACE à deux positions).

Si, avec la première approche, 50 % des groupes n'ont qu'une seule activité, avec la deuxième approche, le pourcentage atteint 74 %. S'agissant du chiffre d'affaires, le degré de concentration augmente : avec la première approche, 82 % du chiffre d'affaires proviennent de la première activité, et avec la deuxième approche, le pourcentage atteint 91 % (cf. graphiques A).

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

D'un point de vue sectoriel, si, avec la première approche, tous les secteurs présentent le même degré de diversification, avec la deuxième approche, le secteur de la construction est le plus diversifié. Du point de vue de la taille des groupes, avec la première approche, environ 50 % des groupes n'ont qu'une seule activité, quelle que soit leur taille. Avec la deuxième approche, ce pourcentage dépasse les 70 % et seuls les grands groupes ont des activités diversifiées. En ce qui concerne le chiffre d'affaires, pour tous les secteurs et toutes les tailles de groupe et pour les deux approches, la principale source de chiffre d'affaires provient de la première activité.

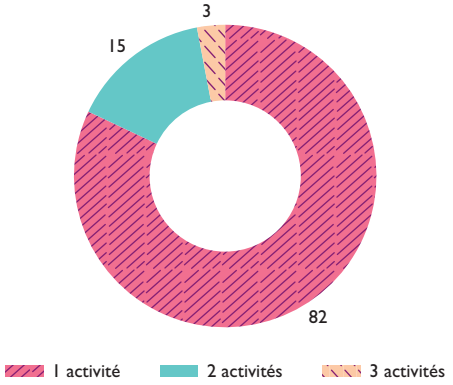
Relations entre les activités des groupes en 2012



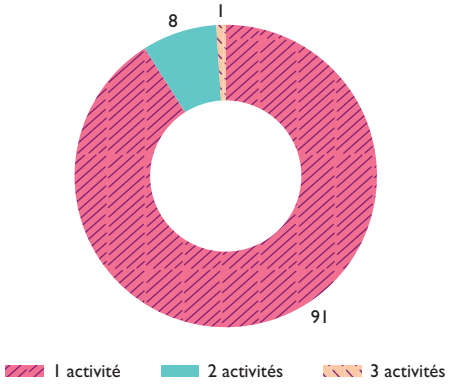
Note : En bleu, nombre de groupes exerçant leur activité principale dans le secteur concerné. En gris, nombre de groupes développant des activités secondaires dans le secteur concerné. Par exemple, sur les 19 groupes du secteur de la construction, 8 ont des activités secondaires dans les services, 3 dans l'énergie, 3 dans l'industrie, et les 5 restants ont uniquement leur activité principale, à savoir la construction.
Source : ECCBSO – base ERICA.

Graphiques A Pourcentage de chiffre d'affaires provenant de chaque activité

En comptant toutes les activités



En comptant uniquement les activités dans un autre secteur

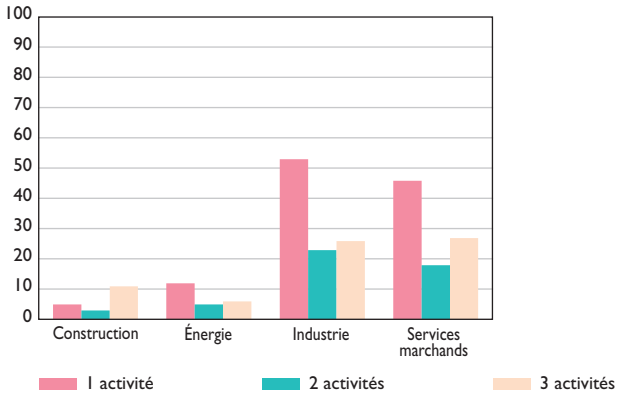


Source : ECCBSO – base ERICA.

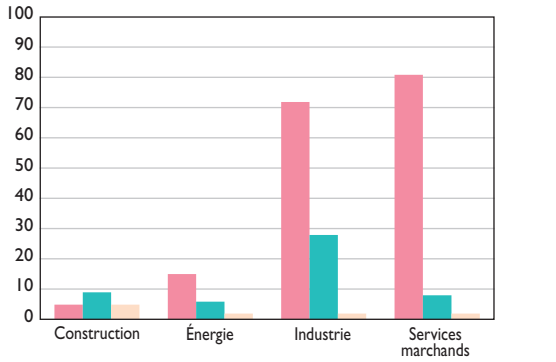
Graphiques B Nombre de cas réels et nombre d'activités pour chaque secteur

(en unités)

En comptant toutes les activités



En comptant uniquement les activités dans un autre secteur



Source : ECCBSO – base ERICA.

Les crédits bancaires accordés aux groupes : quel degré de concentration des entités emprunteuses et des banques prêteuses ?

Dominique LEFILLIATRE
Direction des Entreprises
Observatoire des Entreprises

Quels sont, dans un groupe d'entreprises ayant recours au crédit bancaire, les rôles respectifs de la maison mère et de ses filiales ? Comment se concentrent ces encours de crédits parmi les entités du groupe ? S'adresse-t-il à une ou à plusieurs banques ?

À partir d'un échantillon de plus de 50 000 groupes extrait de la base FIBEN de la Banque de France, cette étude cherche à répondre à ces questions en analysant successivement les grandes masses d'encours de crédits et leur répartition à l'intérieur de ces groupes, les rôles respectifs de la maison mère et des filiales et les relations de ces entreprises avec les banques.

Il ressort de cette analyse que les maisons mères concentrent plus généralement les opérations de crédit de montant élevé, en particulier pour les crédits mobilisables (lignes de crédit disponibles non utilisées par le groupe). Les filiales concentrent quant à elles de nombreuses opérations, de montant plus faible.

Autre enseignement, la répartition des rôles entre filiales et société mère diffère selon la taille de l'entité globale. Dans les groupes de PME, la concentration des crédits au niveau de la maison mère peut accroître le pouvoir de négociation du groupe vis-à-vis de la banque. Les grandes entreprises tirent en revanche un avantage en matière coût de coordination des demandes de crédit au sein du groupe. La notion d'ETI apparait alors comme la taille critique pour permettre la décentralisation des demandes de crédit dans les filiales, sans coût de coordination excessif.

Enfin, il existe une relation croissante entre la taille d'un groupe et le nombre de banques avec lesquelles il est en relation. Dans la plupart des cas, les groupes ne concentrent pas leurs crédits dans la même banque et le degré de concentration varie selon le type de concours.

Mots clés : groupe, filiale, maison mère, PME, ETI, grande entreprise, crédit, type de crédits, concentration des crédits, diversification, relations bancaires

Codes JEL : G21, G32, L14

La direction des Entreprises de la Banque de France recense les encours de crédits bancaires accordés aux entreprises par les établissements de crédit au-delà d'un seuil de 25 000 euros. La population d'entreprises recensée comprend les entreprises appartenant à un groupe [1] et les entités indépendantes. Or, dès lors qu'une entreprise se compose de plusieurs entités, la question de la répartition des crédits entre la maison mère et les filiales se pose. Celle de la stratégie mise en œuvre par les entreprises et visant à concentrer ou à diversifier leur recours aux banques prêteuses prend quant à elle un caractère particulier dans le cas des groupes. La concentration des encours sur une ou plusieurs entités d'un groupe donne une indication sur le degré de coordination entre les différentes unités légales le constituant, de même que le choix de faire appel à un ou plusieurs partenaires bancaires.

Cette étude se propose ainsi d'apporter à ces problématiques quelques réponses, basées sur l'exploitation de données disponibles à la direction des Entreprises de la Banque de France. Le périmètre de chaque groupe est défini à partir des données qu'elle collecte sur les liens financiers entre les sociétés. L'information sur les crédits est quant à elle issue des données de la Centrale des risques, utilisées par ailleurs dans la publication mensuelle « Stat Info crédits aux entreprises » [2] de la Banque de France. Celle-ci ventile ces statistiques de crédits aux sociétés non financières par taille d'entreprises, au sens de la LME.

En décembre 2013, les crédits mobilisés et mobilisables cumulés s'établissaient à 1 055 milliards d'euros, dont 807,6 milliards pour les seuls crédits mobilisés. Les encours totaux s'élevaient à 1 140 milliards d'euros, engagements de garantie inclus.

La part des entreprises appartenant à un groupe dans la ventilation des encours de crédits est majoritaire : elle représente 63 % des encours mobilisés et mobilisables cumulés et 56,2 % des seuls crédits mobilisés (cf. tableau 1) [3]. Il est dès lors d'autant plus intéressant, d'une part, de savoir quels rôles respectifs jouent dans l'accès au crédit la maison mère et les filiales et, d'autre part, de cerner les caractéristiques d'un groupe selon qu'il restreint ou étend le nombre de banques entre lesquelles il répartit son endettement.

Le champ de l'étude exclut les entités indépendantes [4]. L'impact de cette sélection sur les encours de crédit est résumé dans le tableau 1.

L'étude comprend trois volets :

- l'examen des grandes masses d'encours de crédits et leur répartition ;
- les rôles respectifs de la maison mère et des filiales au sein d'un groupe ;
- les relations des entreprises avec les banques et leur degré de concentration des sources de crédit.

Tableau 1 Comparaison des encours bancaires de l'échantillon et du stat info crédits au 31 décembre 2013

(en pourcentage et en milliards d'euros)

Taille	Stat info crédits			Échantillon					
	Nombre	Crédits mobilisés	Crédits mobilisés + mobilisables	Nombre	% stat info	Crédits mobilisés	% stat info	Crédits mobilisés + mobilisables	% stat info
PME	1 095 901	361,6	413,3	49 401	4,5	113,9	31,5	129,8	31,4
ETI	4 827	220,3	273,9	3 790	78,5	180,9	82,1	229,1	83,6
GE	224	81,5	215,6	218	97,3	77,8	95,5	210,1	97,4
Divers	493 786	144,4	152,5	4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ensemble	**1 594 738**	**808,0**	**1 055,0**	**53 413**	**3,3**	**372,6**	**46,1**	**569,0**	**53,9**

Source : Banque de France, base FIBEN, données au 31 décembre 2013

1 La notion de groupe utilisée dans cette étude se réfère à la nouvelle définition des entreprises au sens de la loi LME et ne s'intéresse qu'aux entités françaises. Cf. annexe 1.
2 https://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/2013-12-france-stat-info-credits-aux-entreprises-encours.pdf.pdf
3 Dans le détail, les encours de l'échantillon représentent 65 % du court terme, 54 % du moyen et long terme, 61 % du crédit-bail et 82 % des crédits mobilisables.
4 Essentiellement des PME et, dans une moindre mesure, des ETI.

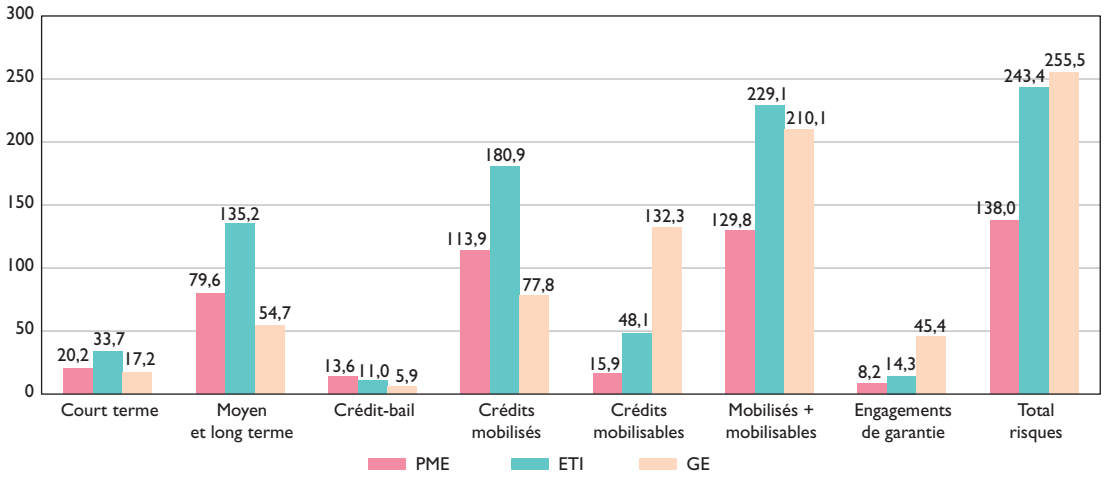
1| Concentration des crédits mobilisables au niveau des maisons mères

Les statistiques d'encours de crédits distinguent les crédits mobilisés – crédits effectivement distribués – et les crédits mobilisables – part non consommée des lignes de crédit confirmées –. Cet ensemble, auquel sont ajoutés les engagements de garantie, constitue le total des risques.

La répartition des encours de crédits par taille d'entreprises montre la part largement prédominante des encours mobilisés dans le total des risques pour les PME et les ETI, mais pas pour les grandes entreprises où les encours mobilisables sont plus élevés que les encours mobilisés. Pour les crédits mobilisés, la répartition par type des crédits révèle l'importance de la population des ETI dans la distribution des crédits de court et de moyen-long terme d'une part, l'importance relative du crédit-bail pour les PME d'autre part (cf. graphique 1).

Graphique 1 Les encours de crédits par taille

(en milliards d'euros)

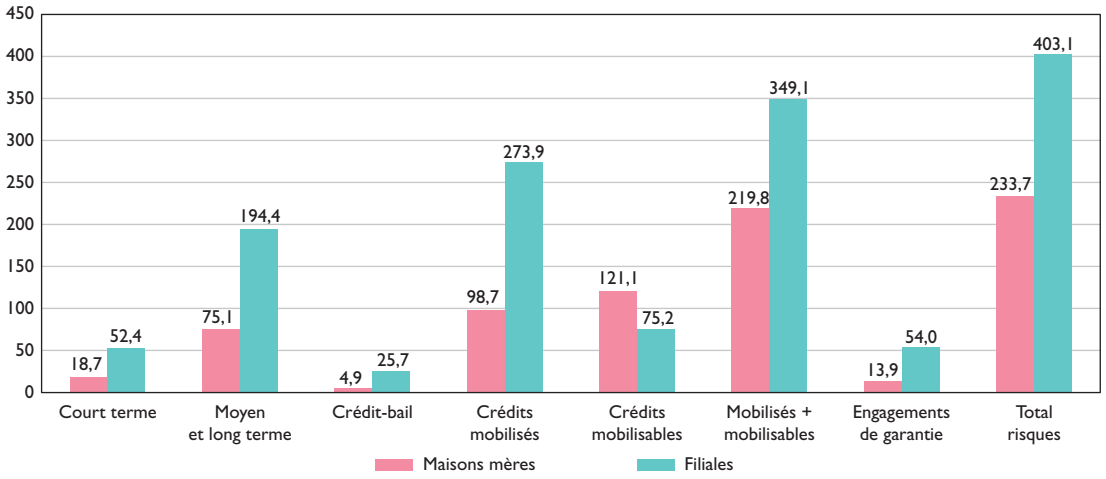


Source : Banque de France, Centrale des risques, données au 31 décembre 2013

Graphiques 2 Montants des encours sur les maisons mères et les filiales

a) Cumuls des encours

(en milliards d'euros)

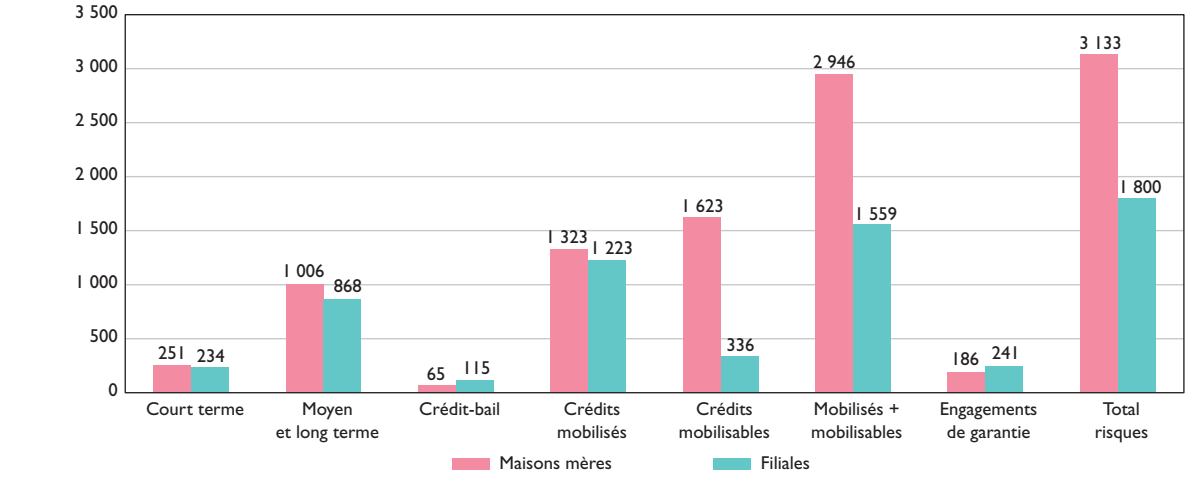


Source : Banque de France, Centrale des risques, données au 31 décembre 2013

Graphiques 2 Montants des encours sur les maisons mères et les filiales (suite)

b) Encours moyens

(en milliers d'euros)



Source : Banque de France, Centrale des risques, données au 31 décembre 2013

Les encours de crédits peuvent aussi être ventilés selon la position de l'entité : filiale ou maison mère (cf. graphiques 2).

Concernant les crédits mobilisés, les concours bancaires sont majoritairement situés dans les filiales, phénomène cohérent avec le nombre plus important de ces dernières : les crédits mobilisés y sont près de trois fois plus élevés que dans les maisons mères (respectivement 273,9 milliards et 98,7 milliards). En revanche, les encours moyens sont plus élevés dans les maisons mères que dans les sociétés filles, à l'exception du crédit-bail et des engagements de garantie dont les montants sont comparativement peu élevés. Ce résultat suggère que les opérations de crédit de montant élevé restent concentrées sur les maisons mères tandis que de nombreuses opérations, de montant plus faible, sont contractées par les filiales.

La concentration au niveau des maisons mères est particulièrement marquée pour les crédits mobilisables.

Ainsi, les crédits mobilisés et mobilisables cumulés s'élèvent en moyenne à 2,9 millions d'euros dans les têtes de groupe et à 1,5 million d'euros dans chaque filiale ; pour les seuls crédits mobilisables, l'encours moyen est cinq fois plus élevé dans les premières que dans les secondes.

2| Répartition des rôles entre maisons mères et filiales

2|1 La proportion des sociétés emprunteuses dans un groupe est d'autant plus faible que le groupe est grand

Les filiales sont fréquemment impliquées dans de nombreuses opérations de prêt, au côté des maisons mères. Plus précisément, quelle est la proportion des entités faisant partie d'un groupe impliquées dans des opérations de crédit bancaire ?

Un groupe de la taille d'une PME est en moyenne composé de 3,3 unités légales et, parmi celles-ci, 2,1 recourent à des prêts (cf. tableau 2). Cela porte à deux tiers la proportion d'entités – maison mères et/ou filiales – ayant recours au crédit au sein d'un groupe de cette catégorie. Dans un groupe de la taille d'une « grande entreprise », 21,2 unités légales en moyenne déclarent des encours de crédits, mais ces groupes sont aussi composés de plus d'unités légales que les PME : 81,3 unités légales en moyenne. La proportion d'entités ayant recours au crédit au sein d'un groupe de type grande entreprise est ainsi de 26 % en moyenne, donc plus faible que dans le cas

Tableau 2 Moyenne et distribution du nombre total de sociétés et de sociétés emprunteuses par taille d'entreprises

		MOY	MIN	P1	P5	P10	Q1	Q2	Q3	P90	P95	P99
PME	Nombre total d'entités	**3,3**	2	2	2	2	**2**	**2**	**4**	5	7	14
	Nombre d'emprunteuses	**2,1**	1	1	1	1	**1**	**2**	**2**	3	4	8
ETI	Nombre total d'entités	**11,9**	2	2	2	3	**4**	**8**	**14**	25	35	70
	Nombre d'emprunteuses	**5,4**	1	1	1	1	**2**	**3**	**7**	12	16	32
GE	Nombre total d'entités	**81,3**	2	2	4	8	**15**	**42**	**93**	195	283	637
	Nombre d'emprunteuses	**21,2**	1	1	1	2	**4**	**7**	**20**	54	82	147

Source : Banque de France, Centrale des risques, données au 31 décembre 2013

d'un groupe de type PME. Les ETI occupent une place intermédiaire avec une proportion moyenne de 45 %. La concentration des opérations de crédit sur certaines unités légales du groupe apparaît donc d'autant plus importante que le groupe est de grande taille.

2|2 Les deux tiers des maisons mères portent des crédits bancaires

Les rôles respectifs des société mères et des filiales peuvent maintenant être abordés en répartissant les entreprises de l'échantillon en sous-populations selon la présence ou non de crédits recensés dans la maison mère et dans ses filiales.

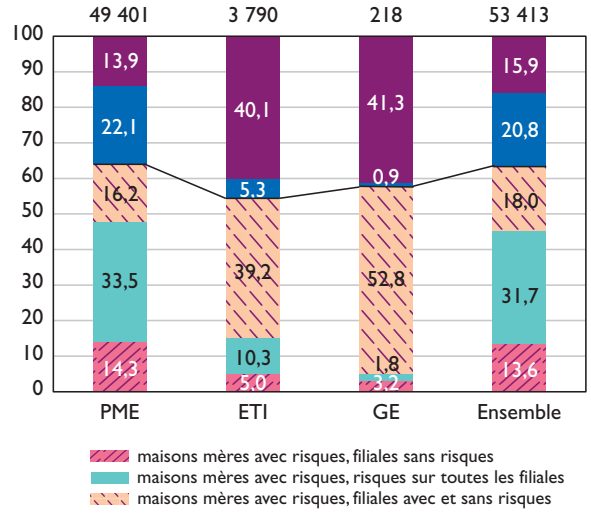
Cinq catégories peuvent alors être définies selon que :

- la maison mère porte seule les crédits (filiales sans risques) ;
- la maison mère et toutes les filiales portent des crédits ;
- la maison mère et une partie des filiales portent les crédits ;
- la maison mère ne porte aucun crédit mais toutes les filiales portent des risques ;
- la maison mère ne porte pas de crédit et seule une partie des filiales portent des risques.

Graphiques 3 Répartition des crédits entre la maison mère et ses filiales

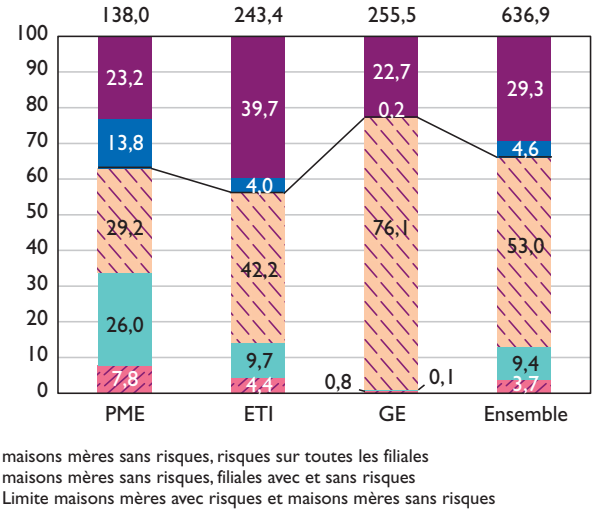
(en %)

a) Dénombrements



(en milliards d'euros)

b) Encours

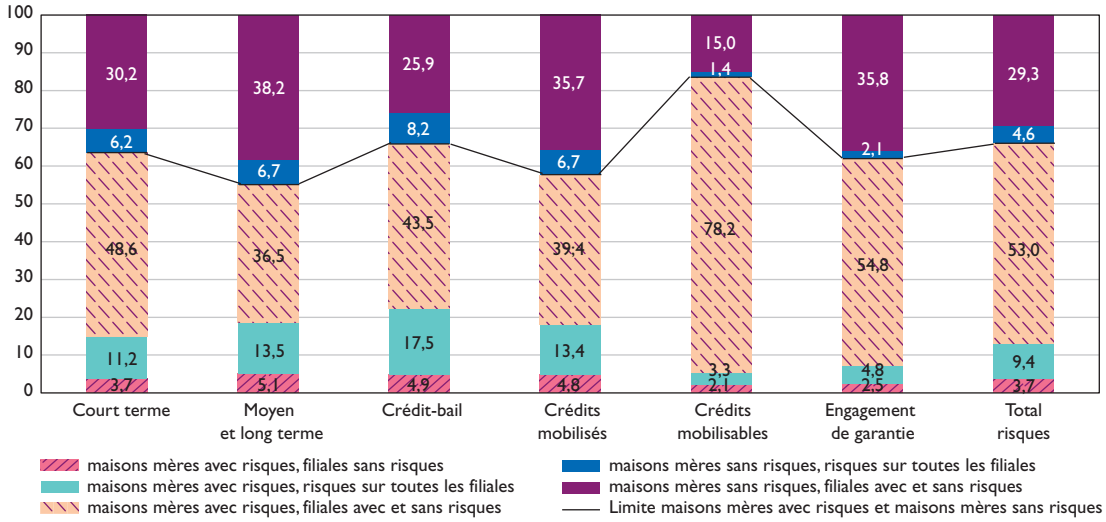


maisons mères avec risques, filiales sans risques
maisons mères avec risques, risques sur toutes les filiales
maisons mères avec risques, filiales avec et sans risques
maisons mères sans risques, risques sur toutes les filiales
maisons mères sans risques, filiales avec et sans risques
Limite maisons mères avec risques et maisons mères sans risques

Source : Banque de France, Centrale des risques, données au 31 décembre 2013

Graphique 4 Répartition des encours selon le profil de l'entreprise et le type de crédit

(en %)



Source : Banque de France, Centrale des risques, données au 31 décembre 2013

Toutes tailles confondues (rubrique « Ensemble » des graphiques 3), les deux tiers des maisons mères empruntent elles-mêmes auprès des banques, avec une implication plus ou moins importante de leurs filiales, la situation la plus fréquente étant alors celle où toutes les filiales sont porteuses d'encours (cf. graphique 3a). De même, lorsque les filiales recourent seules au crédit bancaire (dernier tiers des cas), la situation prédominante est également celle dans laquelle toutes les filiales sont concernées. Fait marquant, 20 % des maisons mères sont des personnes morales de droit étranger lorsque les risques sont répartis sur plusieurs filiales.

Au sein de l'endettement, le poids respectif de la société mère et de ses filiales varie nettement selon la taille du groupe. En raison du faible nombre de filiales (cf. partie 2|1), les groupes de PME affichent une proportion de maisons mères avec risques bancaires (64 %) largement supérieure à celle observée dans les ETI (54,6 %) et les grandes entreprises (57,8 %).

On retrouve des proportions comparables en termes d'encours total des risques pour les PME, et surtout pour les ETI. Pour les grandes entreprises, quand toutes les filiales portent des risques, ceux-ci sont de relativement faible montant comparés aux risques portés par les filiales de groupes dans lesquels seules certaines filiales (et la maison mère) portent des crédits. (cf. graphique 3b). Ceci complète le résultat observé au point 2|1 sur la répartition des crédits entre entités selon la taille du groupe : la concentration des encours de crédits des ETI et des GE concerne plus les filiales que les maisons mères (prédominance des rubriques F avec et sans R, quelle que soit l'implication de la maison mère).

La décomposition des encours de risques selon le profil de l'entreprise et le type de crédit (cf. graphique 4) montre que la population de groupes avec une maison mère emprunteuse peut s'élever jusqu'à près de 84 % pour les seuls crédits mobilisables et que, dans ce cas, certaines filiales sont également systématiquement impliquées dans ces opérations : la maison mère ne porte pas seule les crédits mobilisables ; par comparaison, la proportion observée pour les crédits mobilisés atteint 57 %, sous l'effet principal des prêts à moyen et long terme, qui constituent leur première composante (cf. graphique 1).

2|3 La part de crédit détenue par la maison mère varie beaucoup selon la nature des concours et la taille des groupes

L'implication de la maison mère est donc fréquente, même si dans un quart des cas elle n'intervient pas,

laissant les filiales porter l'ensemble des encours de crédits du groupe (cf. Q1 de la ligne « Total risques » du tableau 3). Les données disponibles permettent de caractériser l'ampleur de cette implication.

Quand la maison mère intervient, elle le fait rarement seule : dans seulement 13,6 % des groupes, la totalité de la dette bancaire est portée exclusivement par la *holding*. Ce constat peut être affiné en étudiant la part d'encours qu'elle détient. Celle-ci se situe, en moyenne, à 36 % pour le total des risques, mais ne dépasse pas 19 % pour la moitié des groupes. Pour un quart seulement de la population, elle dépasse 72 %.

Surtout, les résultats par type de concours sont très contrastés. Dans la moitié des cas, la maison mère détient moins d'un quart des crédits mobilisés, avec toutefois une nette différence entre les crédits à court terme où cette part est nulle, et les crédits à moyen et long terme où elle atteint 33 % ; sa part dépasse 91 % dans un quart des cas.

Quant aux crédits mobilisables, au crédit-bail et aux engagements de garantie, la maison mère n'intervient pas dans la moitié des cas. La part de la maison mère ne devient absolue que dans 10 % des groupes. Il existe par ailleurs de forts contrastes entre les trois tailles d'entreprises [5].

Tableau 3 Moyenne et distribution de la part de la maison mère dans les concours bancaires [a)]

Type de crédit	Taille	Nombre	Moyenne	Q1	Médiane	Q3	P90
Court terme	PME	25 600	27,2	0	0	65	100
	ETI	3 155	21,1	0	0	26	100
	GE	211	25,2	0	0	57	98
	Ensemble	**28 968**	**26,6**	**0**	**0**	**60**	**100**
Moyen et long terme	PME	44 159	43,7	0	35	93	100
	ETI	3 104	32,4	0	8	70	100
	GE	166	32,9	0	0	84	100
	Ensemble	**47 433**	**42,9**	**0**	**33**	**91**	**100**
Crédit-bail	PME	19 170	23,2	0	0	29	100
	ETI	2 346	14,2	0	0	0	94
	GE	163	10,9	0	0	0	57
	Ensemble	**21 681**	**22,1**	**0**	**0**	**20**	**100**
Mobilisés	PME	48 761	38,6	0	24	79	100
	ETI	3 749	25,3	0	2	46	93
	GE	216	26,0	0	0,5	53	97
	Ensemble	**52 730**	**37,6**	**0**	**22**	**78**	**100**
Mobilisables	PME	24 745	22,0	0	0	18	100
	ETI	2 938	20,8	0	0	25	100
	GE	184	40,7	0	3	97	100
	Ensemble	**27 868**	**22,0**	**0**	**0**	**20**	**100**
Engagements de garantie	PME	15 399	21,2	0	0	0	100
	ETI	2 635	19,6	0	0	3	100
	GE	206	21,4	0	0	26	95
	Ensemble	**18 241**	**21,0**	**0**	**0**	**0**	**100**
Total risques	PME	49 401	36,5	0	21	74	100
	ETI	3 790	24,4	0	2	43	92
	GE	218	34,1	0	7	83	99
	Ensemble	**53 413**	**35,6**	**0**	**19**	**72**	**100**

NB : Ces statistiques sont calculées pour les seuls groupes qui sollicitent le crédit en question.
a) Les statistiques sur la part de la maison mère ne retiennent que les groupes qui ont un encours positif pour chaque type de crédit ; en effet si aucun encours n'est recensé pour un type de crédit dans un groupe donné, la part de la maison mère apparaît nulle mais n'a aucune signification.
Source : Banque de France, base FIBEN, données au 31 décembre 2013

5 *Le tableau complet des données du tableau 3 présenté est en annexe 2 tableau 3.*

Dans les PME, l'implication des maisons mères est notable en ce qui concerne les crédits mobilisés ; c'est en particulier le cas pour les emprunts à moyen et long terme : pour la moitié des PME, la part de la société mère atteint 35 %. Pour un quart d'entre elles, les maisons mères concentrent plus de 79 % des crédits mobilisés (plus de 93 % des emprunts à moyen et long terme). En revanche, leur part dans les crédits mobilisables est relativement faible pour la majorité de cette population.

Les sociétés mères des ETI affichent pour la moitié d'entre elles une part très faible des crédits mobilisés (2 %), avec une composante moyen et long terme un peu plus élevée (8 %) et court terme nulle. Dans seulement un quart des ETI, elles concentrent une part plus importante des concours bancaires, sans toutefois atteindre la moitié des encours pour les crédits mobilisés et le total des risques, malgré le taux de 70 % atteint pour les encours à moyen et long terme ; en revanche, cette proportion ne dépasse pas 25 % pour les crédits mobilisables.

Dans les grandes entreprises, la part des maisons mères est légèrement majoritaire pour les crédits mobilisés (53 %), mais elle est très élevée pour les crédits mobilisables (jusqu'à 97 %).

Point commun entre les entreprises de toutes les tailles, la société mère intervient assez peu en matière de crédit-bail : les engagements de cette nature sont pour près de 78 % portés par les filiales.

En définitive, la population des ETI se singularise avec une concentration des encours de crédit sur la maison mère plus faible comparée aux autres catégories d'entreprises. Mais, dans l'ensemble, la centralisation des encours sur la société mère ne devient véritablement absolue que pour 10 % des groupes de chaque taille, avec des contrastes marqués selon le type de concours.

2|4 C'est pour les emprunts à moyen et long terme que la concentration des crédits sur une seule société du groupe est la plus fréquente

La concentration des encours sur une ou plusieurs entités d'un groupe donne une indication sur le degré de coordination entre les différentes unités légales le constituant. Cet examen portera sur les encours effectivement portés par chacun des groupes (cf. tableau 4).

Cette section a pour objet d'étudier plus spécifiquement les cas extrêmes de concentration, sur la société mère ou sur une seule filiale.

Les différentes catégories de crédits ne sont pas portées par les 53 413 groupes avec la même fréquence. Si la quasi-totalité d'entre eux font appel à des crédits mobilisés, une nette différence apparaît entre les trois rubriques qui les composent : près de neuf groupes sur dix ont des encours à moyen et long terme, mais un peu plus d'un sur deux recourt à des crédits à court terme ; 40,6 % portent des encours de crédit-bail.

Tableau 4 Concentration des encours dans les groupes selon le type de crédit

(en nombre et en pourcentage)

	Court terme	Moyen et long terme	Crédit -bail	Crédits Mobilisés	Crédits mobilisables	Eng. de garantie	Total risques
Nombre de groupes avec encours de crédit (A)	28 968	47 433	21 681	52 730	27 868	18 241	53 413
% de la population totale	54,2	88,8	40,6	98,7	52,2	34,2	100,0
Dont les risques sont détenus à 100% par l'entité (maison mère ou filiale) (B)	7 947	15 154	5 400	18 920	7 181	4 723	19 528
En pourcentage (C = B/A)	27,4	31,9	24,9	35,9	25,8	25,9	36,6
Dont maisons mères en nombre (D)	2 523	6 106	1 513	7 106	2 134	1 359	7 244
Dont maisons mères % (E = D/B)	31,7	40,3	28,0	37,6	29,7	28,8	37,1
Dont maisons mères % (G = D/A)	8,7	12,9	7,0	13,5	7,7	7,5	13,6

Source : Banque de France, Centrale des risques, données au 31 décembre 2013

Tous risques confondus, la situation extrême d'une seule société concentrant 100 % des concours du groupe survient dans près de 37 % des cas (rubrique « Total risques » du tableau 4 ligne C). Cette proportion se retrouve pour les crédits mobilisés (35,9 %) ; au sein de ces derniers, les crédits à moyen et long terme impriment la tendance (près de 32 %), alors que les crédits à court terme affichent un ratio inférieur de 4 points environ ; le crédit-bail ainsi que les autres types de crédits (crédits mobilisables et engagements de garantie) se caractérisent par un ratio plus faible, autour de 25 %.

Lorsqu'une des entités porte la totalité des concours, la proportion de cas dans lesquels cette entité est la maison mère est minoritaire, et très variable selon le type de crédits (ligne E) : proche de 38 % pour les crédits mobilisés, avec les mêmes disparités selon la nature du crédit (de 28 % pour le crédit-bail à plus de 40 % pour les engagements de moyen et long terme) et de 30 % pour les encours mobilisables et les engagements de garantie.

Au terme de ces analyses il semble donc que :

- pour les groupes de PME, outre le fait que leur taille ne justifie pas toujours de décentraliser dans les filiales des demandes de crédit, la concentration des crédits au niveau de la maison mère doit aussi permettre d'asseoir le pouvoir de négociation du groupe vis-à-vis de la banque ;

- pour les grandes entreprises, l'argument du pouvoir de négociation lié à la concentration des demandes de crédit est plus difficile à défendre. C'est sans doute davantage le coût de coordination des demandes de crédit au sein du groupe qui amène à les concentrer dans les maisons mères ;

- dans cette optique, les ETI auraient la taille critique pour permettre la décentralisation des demandes de crédit dans les filiales, sans coût de coordination excessif.

3| Diversification ou concentration des relations bancaires au sein des groupes ?

Dès lors qu'au sein du groupe la maison mère et les filiales passent des contrats de crédit, se pose la question du nombre de banques impliquées. En effet, le choix d'un groupe de diversifier ses sources de financement est le résultat de différents arbitrages : niveau des coûts d'intermédiation, mise en concurrence des établissements de crédit, crainte d'une raréfaction du crédit en cas de difficultés d'une banque, souci de préserver une certaine confidentialité [6]. Quelle réalité ont ces hypothèses ?

3|1 Le nombre de banques par groupe croît fortement avec la taille du groupe et s'établit à des niveaux différents selon le type de concours

Le nombre d'établissements de crédit par groupe s'établit à 3,6 en moyenne pour l'ensemble de la population, mais ne dépasse pas 3 pour la moitié des groupes ; il est toutefois supérieur à 4 banques pour un quart de l'échantillon (cf. graphiques 5).

Il est fortement lié à la taille du groupe. Les PME impriment la tendance générale du fait de leur poids dans la population ; en revanche, le nombre de banques est notablement plus élevé dans les ETI et surtout dans les grands groupes, que ce soit en moyenne ou en distribution.

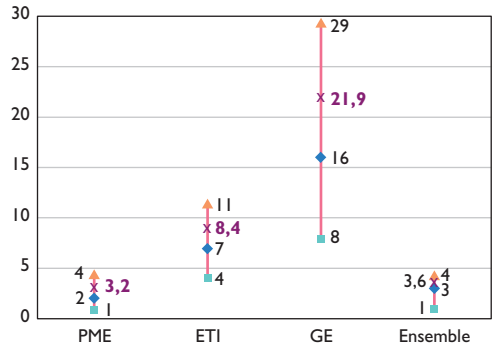
Dans tous les cas le nombre moyen de banques par groupe excède le nombre moyen d'entités emprunteuses au sein du groupe, ce qui suggère que non seulement le groupe, au travers de ses différentes entités, peut solliciter plusieurs banques, mais qu'une même entité peut elle-même faire appel à plusieurs banques.

6 https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_180_etu_5.pdf

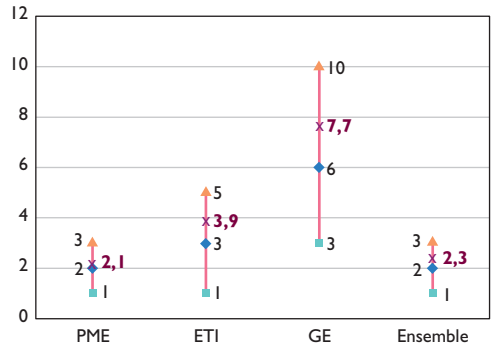
Graphiques 5 Distributions et moyennes du nombre de banques par groupe et par taille d'entreprise et par type de crédit

(nombre de banques par groupe)

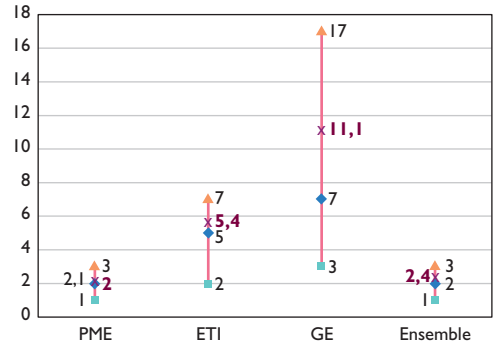
a) Total des risques



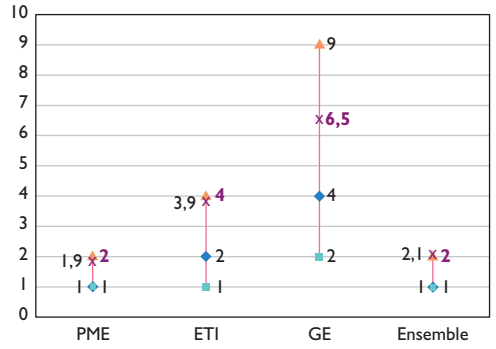
b) Crédits à court terme



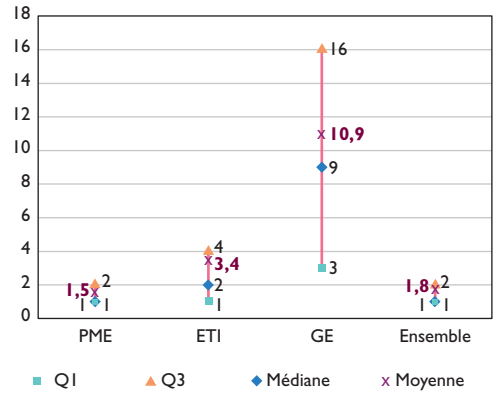
c) Crédits à moyen et long terme



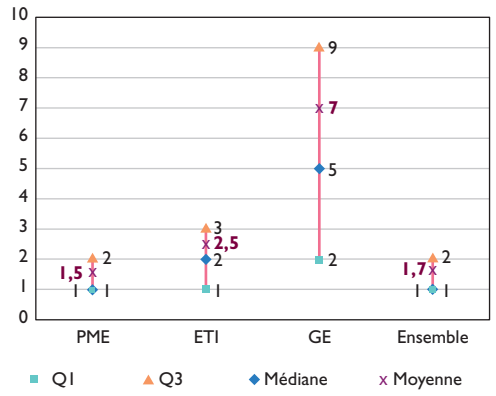
d) Crédit-bail



e) Crédits mobilisables



f) Engagements de garantie



Source : Banque de France, Centrale des risques, données au 31 décembre 2013

Tableau 5 Nombre de banques/nombre de déclarations par groupe

(en nombre, montants en millions d'euros et pourcentage)

	Forte concentration				Diversification moyenne			Forte diversification				Total
Ratio	0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1	
Nombre	1	61	275	1 458	1 691	6 731	3 482	6 500	6 824	1 450	15 705	44 177
%	0	0,1	0,6	3,3	3,8	15,2	7,9	14,7	15,5	3,3	35,6	100
Cumul par zone	*4,1*				*27,0*			*69,0*				*100*
Mobilisés	30	18 840	23 195	54 671	45 798	45 126	44 066	39 146	41 090	19 649	33 460	365 070
Mobilisables	10	7 517	14 944	31 592	27 929	42 635	25 412	16 100	16 978	6 573	5 549	195 240
Eng. de garantie	0	7 127	7 438	9 254	16 048	8 391	5 226	4 293	2 960	2 836	4 060	67 632
Total des risques	40	33 484	45 577	95 518	89 775	96 152	74 704	59 538	61 028	29 057	43 069	627 941
% total risques	0,01	5,3	7,3	15,2	14,3	15,3	11,9	9,5	9,7	4,6	6,9	100
Cumul par zone	*27,8*				*41,5*			*30,7*				*100*

Source : Banque de France, Centrale des risques, données au 31 décembre 2013

3|2 Les groupes, en majorité, ne concentrent pas leurs crédits dans la même banque

Le ratio « nombre de banques/nombre de déclarations par groupe » traduit la diversification des sources de financements bancaires. Lorsque le ratio est égal à 1, chacune des entités appartenant au groupe emprunte à une banque différente, c'est-à-dire qu'à une déclaration correspond une banque distincte ; le cas diamétralement opposé est celui où le groupe ne s'adresse qu'à une seule banque (ratio nul ou proche de 0). Lorsque le ratio est inférieur à 1, un même établissement de crédit peut donc être sollicité plusieurs fois.

La concentration des crédits dans la même banque est un fait très minoritaire : 4,1 % du nombre de groupes pour moins d'un tiers des encours totaux. Les entreprises tendent donc à diversifier leurs sources de financement : diversification moyenne pour 27 % des groupes, mais avec 41 % des encours, et forte pour 69 % du nombre d'entreprises pour un peu moins d'un tiers des encours (cf. tableau 5).

Les groupes qui n'ont qu'une ligne de crédit et une banque n'ont toutefois pas été pris en compte ; ainsi ont été exclus 9 235 groupes totalisant 7,5 milliards de crédits mobilisés et 8,9 milliards d'encours total de risques.

Dans la grande majorité des cas, il semble donc qu'une politique de diversification des prêteurs soit appliquée.

3|3 Le degré de concentration varie fortement selon le type de concours

Par comparaison avec la partie 3|2, l'indicateur calculé ici retient les groupes s'adressant à une seule banque, quel que soit le nombre de lignes de crédit déclarées à la Centrale des risques de la Banque de France.

Le degré de concentration des crédits sur une seule banque peut être analysé par type de concours (cf. tableau 6). Ces groupes seront donc qualifiés de

Tableau 6 Poids des groupes multi-sociétés et monobancaires

(nombre et pourcentage par type de crédit)

Type de concours	Court terme	Moyen et long terme	Crédit-bail	Crédits mobilisables	Engagements de garantie	Total risques
Population totale recourant au type de crédit	28 968	47 433	21 681	27 868	18 241	53 413
Dont groupes multi-sociétés et monobancaires	8 830	9 410	7 895	11 580	8 195	4 105
Pourcentage	30,5	19,8	36,4	41,6	44,9	7,7

Source : Banque de France, Centrale des risques, données au 31 décembre 2013

monobancaires pour un crédit donné, mais composés de plusieurs sociétés bénéficiaires de crédits.

Bien que le recours exclusif à une seule banque pour un groupe composé de plusieurs entités emprunteuses soit minoritaire, il atteint pour certaines catégories de crédits des proportions notables. Ainsi, les emprunts à moyen et long terme sont concentrés dans un seul établissement bancaire chez près de 20 % des groupes, alors que la proportion est largement plus élevée pour les emprunts à court terme (plus de 30 %). Quant aux concours plus spécialisés (crédit-bail, engagements de garantie et crédits mobilisables), le poids de ces groupes monobancaires [7] dépasse 35 %, jusqu'à atteindre près de 45 % pour les engagements de garantie.

Ce constat peut s'expliquer de différentes manières :

- dans le cas des engagements couverts par des établissements de crédit généralistes, par une nécessité moins marquée de faire jouer la concurrence entre banques dans le cas des emprunts courts ; en revanche, par la recherche de meilleures conditions de financement pour les projets les plus lourds nécessitant des crédits plus longs ; également par la pratique de syndication des emprunts de montant élevé (encours répartis sur plusieurs banques) ;

- pour les autres types de concours : par un moindre choix de prêteurs pour des engagements plus spécialisés ou offrant des conditions de financement assez proches d'un établissement de crédit à l'autre.

7 *Il s'agit du nombre de banques par type de crédits lorsque ce dernier est demandé par un groupe et non du nombre total de banques dans ce groupe.*

Annexe 1

Les données FIBEN

La base des comptes sociaux

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

Les liens financiers

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

La Centrale des risques

La Centrale des risques recense chaque mois les crédits consentis par les établissements de crédit à chacun de leurs clients au-delà d'un seuil (25 000 euros depuis janvier 2006).

Les encours recensés sont regroupés en « crédits mobilisés » – les concours utilisés – et « crédits mobilisables » – les concours disponibles –.

Crédits mobilisés :
- crédits à court terme (comptes ordinaires débiteurs, créances commerciales, affacturage autres crédits à court terme) ;
- crédits à moyen et long terme (crédits à l'exportation, crédits à l'équipement, à l'habitat et divers, à plus d'un an) ;
- crédit-bail et de location avec option d'achat (opérations mobilières, opérations immobilières) ;
- autres rubriques de crédits mobilisés (crédits titrisés [1]).

Crédits mobilisables :
- partie disponible des crédits mobilisables ;
- ouvertures de crédits documentaires à l'importation.

Rubrique de garanties :
- engagements de garantie.

Opérations particulières :
- billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables : non recensés directement par la Centrale des risques.

1 *Crédits titrisés : afin de conserver l'intégralité de l'information sur le niveau d'endettement des bénéficiaires concernés et quoique les créances correspondantes ne figurent plus dans leur bilan, les établissements de crédit assujettis sont tenus de déclarer les concours ayant fait l'objet d'une titrisation. Par ailleurs, il n'y a pas lieu de recenser les opérations de titrisation initiées directement par l'entreprise. La rubrique ne doit pas être utilisée pour déclarer les concours « defeasés » : ceux-ci s'apparentent à un simple transfert de créances entre deux établissements de crédit et, de ce fait, seul le repreneur est tenu d'effectuer des déclarations au SCR.*

La taille des entreprises

Dans le cadre de la LME (loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008), un décret d'application de décembre 2008 introduit une nouvelle définition statistique de l'entreprise [2]. Il précise aussi les catégories d'entreprises et les critères combinés permettant de les déterminer. Ceux-ci sont au nombre de quatre, dans la continuité de la définition de la taille d'une entreprise par la Commission européenne : les liens financiers reliant les unités légales, les effectifs, le chiffre d'affaires et le total de bilan.

L'entreprise est définie comme la plus petite combinaison d'unités légales constituant une unité organisationnelle de production de biens et de services, jouissant d'une certaine autonomie de décision. La notion d'indépendance ou d'appartenance à un groupe est par conséquent prise en compte, et la taille calculée sur la base du périmètre de chaque entreprise.

Sont distinguées :

• **les petites et moyennes entreprises (PME) :** entreprises de moins de 250 salariés, avec C.A. inférieur à 50 millions d'euros ou total de bilan inférieur à 43 millions d'euros. Ces PME peuvent être mono unité légale ou bien constituer un ensemble d'unités légales liées entre elles et dépendant d'une tête de groupe française ou étrangère ;

• **les entreprises de taille intermédiaire (ETI) :** entreprises qui n'appartiennent pas à la catégorie des petites et moyennes entreprises, occupent moins de 5 000 personnes, dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 1,5 milliard d'euros ou le total du bilan annuel n'excède pas 2 milliards d'euros. Ces ETI peuvent être mono unité légale ou bien constituer un ensemble d'unités légales liées entre elles et dépendant d'une tête de groupe française ou étrangère ;

• **les grandes entreprises (GE) :** les autres entreprises.

Ainsi, le périmètre d'une entreprise est défini à partir de l'agrégation des comptes sociaux individuels, en tenant compte des liens financiers. Cette démarche ne permet pas de traiter le problème bien identifié des doubles comptes (cf. infra Méthodologie-présence de doubles comptes).

Tableau

<table>
<tr><th rowspan="2">Chiffre d'affaires</th><th rowspan="2">Total de bilan</th><th colspan="4">Effectif (nombre de salariés)</th></tr>
<tr><th>de 0 à 9</th><th>de 10 à 249</th><th>de 250 à 4 999</th><th>plus de 5 000</th></tr>
<tr><td>< 2 millions d'euros</td><td>quelconque</td><td rowspan="2">microentreprise</td><td rowspan="3">PME</td><td rowspan="6">ETI</td><td rowspan="8">GE</td></tr>
<tr><td rowspan="2">[2 ; 50[millions d'euros</td><td>< 2 millions d'euros</td></tr>
<tr><td>plus de 2 millions d'euros</td><td></td></tr>
<tr><td rowspan="3">[50 ; 1 500[millions d'euros</td><td>< 2 millions d'euros</td><td>microentreprise</td></tr>
<tr><td>[2 ; 43] millions d'euros</td><td></td><td></td></tr>
<tr><td>plus de 43 millions d'euros</td><td></td><td></td></tr>
<tr><td rowspan="4">plus de 1 500 millions d'euros</td><td>< 2 millions d'euros</td><td>microentreprise</td><td rowspan="2">PME</td></tr>
<tr><td>[2 ; 43] millions d'euros</td><td></td></tr>
<tr><td>[43 ; 2 000] millions d'euros</td><td></td><td></td><td></td></tr>
<tr><td>plus de 2 000 millions d'euros</td><td></td><td></td><td></td><td></td></tr>
</table>

Source : Banque de France, Centrale des risques, données au 31 décembre 2013

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

Annexe 2

Tableaux complémentaires

T1 Répartition de la population et des encours bancaires par taille, type de risques et profil de groupe

(montants en milliards d'euros)

		Maison mère avec risques						Maison mère sans risques			
		Aucune filiale avec risques		Risques sur filiales		Filiales avec et sans risques		Filiale avec risques		Filiales avec et sans risques	
		Nombre	Montants	Nombre	Montants	Nombre	Montants	Nombre	Montants	Nombre	Montants
PME	Court terme	7 045	1 365	16 557	5 271	7 996	6 792	10 932	2 480	6 871	4 337
	Moyen et long terme	7 045	6 730	16 557	20 770	7 996	21 660	10 932	11 360	6 871	19 040
	Crédit-bail	7 045	549	16 557	3 998	7 996	3 972	10 932	2 249	6 871	2 862
	Crédits mobilisés	7 045	8 655	16 557	30 170	7 996	32 550	10 932	16 170	6 871	26 360
	Crédits mobilisables	7 045	1 588	16 557	3 675	7 996	5 022	10 932	1 740	6 871	3 894
	Mobilisés + mobilisables	7 045	10 240	16 557	33 840	7 996	37 570	10 932	17 910	6 871	30 260
	Eng. de garantie	7 045	507	16 557	2 022	7 996	2 713	10 932	1 145	6 871	1 788
	Total risques	7 045	10 750	16 557	35 870	7 996	40 290	10 932	19 060,0	6 871	32 040
ETI	Court terme	191	1 197	391	2 618	1 486	15 940	202	1 834	1 520	12 110
	Moyen et long terme	191	6 446	391	15 470	1 486	47 680	202	6 709	1 520	58 850
	Crédit-bail	191	108	391	1 327	1 486	5 273	202	212	1 520	4 072
	Crédits mobilisés	191	7 751	391	19 510	1 486	69 300	202	8 758	1 520	75 610
	Crédits mobilisables	191	2 275	391	2 877	1 486	27 470	202	780	1 520	14 740
	Mobilisés + mobilisables	191	10 030	391	22 380	1 486	96 780	202	9 538	1 520	90 350
	Eng. de garantie	191	665	391	1 232	1 486	5 873	202	241	1 520	6 307
	Total risques	191	10 690	391	23 620	1 486	102 700	202	9 779	1 520	96 660
GE	Court terme	7	76	4	94	115	11 860	2	78	90	5 051
	Moyen et long terme	7	512	4	205	115	28 880	2	93	90	25 010
	Crédit-bail	7	826	4	8	115	4 055	2	34	90	991
	Crédits mobilisés	7	1 414	4	308	115	44 790	2	205	90	31 070
	Crédits mobilisables	7	167	4	21	115	121 100	2	201	90	10 810
	Mobilisés + mobilisables	7	1 581	4	328	115	165 900	2	406	90	41 880
	Eng. de Garantie	7	532	4	14	115	28 610	2	9	90	16 240
	Total risques	7	2 113	4	342	115	194 500	2	415	90	58 120
SCI	Court terme	1	0,0	3	2						
	Moyen et long terme	1	0,3	3	9						
	Crédit-bail	1	5	3	0,3						
	Crédits mobilisés	1	5	3	12						
	Crédits mobilisables	1	0,0	3	0,3						
	Mobilisés + mobilisables	1	5	3	12						
	Eng. de garantie	1	0,0	3	0,3						
	Total risques	1	5	3	12						

Source : Banque de France, Centrale des risques, données au 31 décembre 2013

T2 Moyenne et distribution des encours par taille et type de crédits

(en nombre et milliers d'euros)

		Nombre	MOY	MIN	P1	P5	P10	Q1	Q2	Q3	P90	P95	P99	MAX
PME	Court terme	49 401	410	0	0	0	0	0	1	164	794	1 737	5 857	425 000
	Moyen et long terme	49 401	1 611	0	0	0	0	90	327	974	2 632	4 899	19 280	664 235
	Crédit-bail	49 401	276	0	0	0	0	0	0	67	406	1 057	4 314	326 486
	Mobilisés	49 401	2 306	0	0	37	72	199	560	1 602	4 201	7 508	25 580	667 236
	Mobilisables	49 401	322	0	0	0	0	0	1	123	500	1 062	3 954	621 895
	Mobilisés + mobilisables	49 401	2 628	1	27	54	94	241	645	1 822	4 750	8 510	28 039	1 055 529
	Eng. de garantie	49 401	165	0	0	0	0	0	0	22	271	690	3 149	77 815
	Total risques	**49 401**	**2 794**	**25**	**30**	**63**	**108**	**273**	**722**	**1 995**	**5 135**	**9 114**	**29 925**	**1 055 529**
ETI	Court terme	3 790	8 893	0	0	0	0	43	1 375	7 486	21 544	38 033	102 524	931 636
	Moyen et long terme	3 790	35 662	0	0	0	0	473	4 714	16 281	46 534	114 877	602 949	5 221 971
	Crédit-bail	3 790	2 900	0	0	0	0	0	95	1 463	5 937	13 319	46 336	394 586
	Mobilisés	3 790	47 740	0	0	82	451	3 136	11 203	28 807	76 377	161 688	693 117	5 292 390
	Mobilisables	3 790	12 702	0	0	0	0	27	1 218	5 256	18 051	36 034	187 973	3 218 127
	Mobilisés + mobilisables	3 790	60 443	1	28	160	823	4 442	13 982	35 136	102 487	201 209	959 809	5 725 498
	Eng. de garantie	3 790	3 778	0	0	0	0	0	182	1 576	7 227	15 757	63 144	416 586
	Total risques	**3 790**	**64 221**	**25**	**46**	**433**	**1 293**	**5 563**	**15 910**	**38 893**	**115 320**	**220 000**	**971 189**	**5 744 999**
GE	Court terme	218	78 697	0	0	4	387	3 670	20 974	78 545	248 127	326 361	685 333	853 067
	Moyen et long terme	218	250 924	0	0	0	0	30	21 737	189 099	403 606	986 136	4 002 423	9 926 457
	Crédit-bail	218	27 125	0	0	0	0	0	1 520	14 301	67 466	141 603	389 211	818 937
	Mobilisés	218	356 843	0	4	384	2 214	14 494	104 107	310 166	756 512	1 445 744	4 072 641	10 480 000
	Mobilisables	218	606 692	0	0	0	0	1 469	68 900	533 400	1 829 693	3 312 219	6 777 049	7 863 434
	Mobilisés + mobilisables	218	963 534	4	68	949	4 176	31 080	285 298	1 027 222	2 965 371	4 450 800	8 619 946	11 960 000
	Eng. de garantie	218	208 299	0	0	0	186	2 473	16 854	96 512	471 028	1 068 304	4 331 886	8 299 986
	Total risques	**218**	**1 171 833**	**254**	**932**	**3 520**	**7 355**	**69 713**	**356 891**	**1 261 152**	**3 368 024**	**5 412 998**	**10 630 000**	**14 470 000**

Source : Banque de France, Centrale des risques, données au 31 décembre 2013

T3 Part de la maison mère par taille et types de crédits

(en nombre et pourcentage)

		Nombre	Moy.	MIN	P1	P5	P10	Q1	Q2	Q3	P90	P95	P99	MAX
Court terme	PME	25 600	27,2	0	0	0	0	0	0	65	100	100	100	100
	ETI	3 155	21,1	0	0	0	0	0	0	26	100	100	100	100
	GE	211	25,2	0	0	0	0	0	0	57	98	100	100	100
	SCI	2	100,0	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
	Ensemble	**28 968**	**26,6**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**60**	**100**	**100**	**100**	**100**
Moyen et long terme	PME	44 159	43,7	0	0	0	0	0	35	93	100	100	100	100
	ETI	3 104	32,4	0	0	0	0	0	8	70	100	100	100	100
	GE	166	32,9	0	0	0	0	0	0	84	100	100	100	100
	SCI	4	55,0	0	0	0	0	26	60	84	100	100	100	100
	Ensemble	**47 433**	**42,9**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**33**	**91**	**100**	**100**	**100**	**100**
Crédit-bail	PME	19 170	23,2	0	0	0	0	0	0	29	100	100	100	100
	ETI	2 346	14,2	0	0	0	0	0	0	0	94	100	100	100
	GE	163	10,9	0	0	0	0	0	0	0	57	100	100	100
	SCI	2	100,0	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
	Ensemble	**21 681**	**22,1**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**20**	**100**	**100**	**100**	**100**
Crédits Mobilisés	PME	48 761	38,6	0	0	0	0	0	24	79	100	100	100	100
	ETI	3 749	25,3	0	0	0	0	0	2	46	93	100	100	100
	GE	216	26,0	0	0	0	0	0	0,5	53	97	100	100	100
	SCI	4	66,5	28	28	28	28	41	69	92	100	100	100	100
	Ensemble	**52 730**	**37,6**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**22**	**78**	**100**	**100**	**100**	**100**
Crédits Mobilisables	PME	24 745	22,0	0	0	0	0	0	0	18	100	100	100	100
	ETI	2 938	20,8	0	0	0	0	0	0	25	100	100	100	100
	GE	184	40,7	0	0	0	0	0	3	97	100	100	100	100
	SCI	1	0,0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ensemble	**27 868**	**22,0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**20**	**100**	**100**	**100**	**100**
Engagements de garantie	PME	15 399	21,2	0	0	0	0	0	0	0	100	100	100	100
	ETI	2 635	19,6	0	0	0	0	0	0	3	100	100	100	100
	GE	206	21,4	0	0	0	0	0	0	26	95	100	100	100
	SCI	1	0,0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ensemble	**18 241**	**21,0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**100**	**100**	**100**	**100**
Total risques	PME	49 401	36,5	0	0	0	0	0	21	74	100	100	100	100
	ETI	3 790	24,4	0	0	0	0	0	2	43	92	100	100	100
	GE	218	34,1	0	0	0	0	0	7	83	99	100	100	100
	SCI	4	63,5	22	22	22	22	38	66	89	100	100	100	100
	Ensemble	**53 413**	**35,6**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**19**	**72**	**100**	**100**	**100**	**100**

Source : Banque de France, Centrale des risques, données au 31 décembre 2013

T4 Nombre de banques par taille

(en nombre)

		Nombre	Moy	MIN	P1	P5	P10	Q1	Q2	Q3	P90	P95	P99	MAX
CT	PME	25 600	2,1	1	1	1	1	1	2	3	4	5	8	21
	ETI	3 155	3,9	1	1	1	1	1	3	5	9	11	16	35
	GE	211	7,7	1	1	1	2	3	6	10	16	19	33	58
	SCI	2	1,0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	Ensemble	**28 968**	**2,3**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**2**	**3**	**5**	**6**	**10**	**58**
MLT	PME	44 159	2,1	1	1	1	1	1	2	3	4	5	7	42
	ETI	3 104	5,4	1	1	1	1	2	5	7	10	13	19	43
	GE	166	11,1	1	1	1	1	3	7	17	28	31	59	64
	SCI	4	2,0	1	1	1	1	1	1,5	3	4	4	4	4
	Ensemble	**47 433**	**2,4**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**2**	**3**	**4**	**6**	**10**	**64**
Crédit-bail	PME	19 170	1,9	1	1	1	1	1	1	2	4	5	8	24
	ETI	2 346	3,5	1	1	1	1	1	2	4	8	10	15	26
	GE	163	6,5	1	1	1	1	2	4	9	14	20	32	36
	SCI	2	1,0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	Ensemble	**21 681**	**2,1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**2**	**4**	**6**	**10**	**36**
Mobilisables	PME	24 745	1,5	1	1	1	1	1	1	2	3	3	5	17
	ETI	2 938	3,4	1	1	1	1	1	2	4	7	9	14	36
	GE	184	10,9	1	1	1	1	3	9	16	25	29	42	44
	SCI	1	1,0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	Ensemble	**27 868**	**1,8**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**2**	**3**	**4**	**9**	**44**
Engagements de garantie	PME	15 399	1,5	1	1	1	1	1	1	2	3	3	5	19
	ETI	2 635	2,5	1	1	1	1	1	2	3	5	7	11	22
	GE	206	7,0	1	1	1	1	2	5	9	13	20	40	56
	SCI	1	1,0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	Ensemble	**18 241**	**1,7**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**2**	**3**	**4**	**8**	**56**
Total risques	PME	49 401	3,2	1	1	1	1	1	2	4	6	8	12	54
	ETI	3 790	8,4	1	1	1	2	4	7	11	17	21	31	62
	GE	218	21,9	1	1	2	3	8	16	29	48	65	94	107
	SCI	4	2,8	1	1	1	1	1,5	2,5	4	5	5	5	5
	Ensemble	**53 413**	**3,6**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**3**	**4**	**7**	**10**	**17**	**107**

Source : Banque de France, Centrale des risques, données au 31 décembre 2013

Le système de cotation de la Banque de France, un outil au service de l'économie

Lisa SCHIRMER
Direction des Entreprises
Service de Méthodologie et d'Analyse des entreprises

La cotation des entreprises non financières est au cœur des missions de la Banque de France, en relation directe avec la connaissance de la situation économique, la mise en œuvre de la politique monétaire ou encore de la supervision prudentielle. Compte tenu des enjeux liés à ces missions, le système de cotation doit répondre à des normes réglementaires très précises, notamment en termes de taux de défaut par cote, qui encadrent l'exercice de cette activité.

Fondée sur une analyse humaine menée au sein de chaque succursale de la Banque, la cotation concerne un nombre très important d'entreprises, sans équivalent en France ou en Europe. Elle reste pourtant souvent mal connue, notamment du fait du caractère confidentiel des cotes attribuées.

Confrontée à un cadre légal et à des exigences réglementaires strictes qui sont autant de garanties de la qualité du processus, la Banque de France vise à concilier ces impératifs avec la préoccupation de l'efficience, qui consiste à exercer son activité dans le but de rendre le meilleur service au meilleur coût. À cette fin, elle porte une attention constante à la pertinence de son modèle et aux possibles voies d'amélioration. Elle s'est ainsi dotée d'un système d'analyse statistique qui, allié à sa démarche d'analyse à dire d'expert, lui permet de consolider son dispositif de cotation dans le contexte des évolutions économiques et réglementaires survenues depuis 2008.

Au fil des années, la Banque de France poursuit ainsi une démarche d'évaluation du risque de crédit qui lui est spécifique, dédiée à la relation banque-entreprise, et qui s'affirme comme différente, dans son modèle comme dans ses objectifs, de l'activité de notation des agences.

Mots clés : cotation, notation, Banque de France, refinancement monétaire, ICAS, ECAF, Eurosystème, banques, entreprises non financières, risque de crédit, défaut

Codes JEL : E5, D81

I| La cotation, une évaluation du risque de crédit dédiée à la relation banque-entreprise

La Banque de France utilise une terminologie qui lui est propre pour désigner son activité d'évaluation du risque de crédit qu'elle désigne sous le terme de « cotation ». Si la terminologie utilisée est spécifique, la notion qu'elle recouvre ne l'est pas moins.

I | 1 Une évaluation du risque de crédit par nature destinée à l'entreprise cotée et aux établissements de crédit

La cotation de la Banque de France constitue une appréciation portée sur la capacité d'une entreprise à honorer ses engagements financiers à un horizon de trois ans. Elle se décompose en une cote d'activité représentative du niveau d'activité de l'entreprise et une cote de crédit qui situe l'entreprise sur une échelle de risque de crédit à treize positions (cf. encadré 1).

Près de 7 millions d'entreprises non financières reçoivent une cote Banque de France. Il convient toutefois de souligner l'existence de deux régimes de cotation distincts. En effet, seules les entreprises ayant un niveau d'activité supérieur à 0,75 million d'euros et leur siège social en France peuvent faire l'objet d'une analyse sur la base de leur documentation comptable qui leur ouvre la possibilité d'être cotées sur l'ensemble des positions de l'échelle de cotation. Cette activité de cotation à dire d'expert, qui est l'objet du présent article, concerne près de 270 000 entreprises (dont près de 4 700 groupes étudiés sur la base de leurs comptes consolidés).

Les autres entreprises non financières reçoivent une cote reflétant les informations recueillies par la Banque de France auprès notamment des greffes des tribunaux de commerce et de la Centrale des incidents de paiement sur effets (CIPE), en dehors de toute analyse financière de leurs comptes. En l'absence d'information défavorable et de collecte de sa documentation comptable, une entreprise reçoit par convention une cote de crédit 0.

La cotation d'une entreprise a un caractère confidentiel, encadré par le *Code monétaire et financier* qui en définit strictement les destinataires potentiels (article L144-1 du *Code monétaire et financier*) qui sont pour l'essentiel :

- les entreprises elles-mêmes s'agissant de leur propre cote ;
- les banques.

Depuis la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, les assureurs crédit et assureurs caution peuvent, comme les banques, accéder au service payant FIBEN (Fichier bancaire des entreprises) permettant de consulter les cotations de la Banque de France.

Chaque cotation fait systématiquement l'objet d'une communication aux responsables de l'entreprise. En outre, conformément à la loi « Informatique et Libertés » du 6 janvier 1978, tout responsable d'entreprise qui en fait la demande peut obtenir des explications sur la cotation attribuée à son entreprise au cours d'un entretien personnalisé.

ENCADRÉ 1

La cotation Banque de France et son mode d'emploi

La cotation Banque de France constitue une appréciation synthétique composée de deux éléments :

• la cote d'activité figurée par une lettre, de A (niveau d'activité égal ou supérieur à 750 millions d'euros) à M (niveau d'activité inférieur à 0,10 million d'euros). Une cote d'activité N, non significative, est attribuée aux entreprises n'exerçant pas directement d'activité industrielle ou commerciale. Leur chiffre d'affaires ne peut donc pas constituer la mesure de l'activité économique réelle de l'entreprise (exemple : holdings*). La cote d'activité X correspond aux sociétés dont le chiffre d'affaires est inconnu ou trop ancien (exercice clos depuis plus de vingt-et-un mois) ;*

• la cote de crédit comprend treize positions (0, 3++, 3+, 3, 4+,4, 5+, 5, 6, 7, 8, 9, P). La cote 0 est attribuée en l'absence d'information défavorable et de documentation comptable récente. Par ordre décroissant, les cotes de crédit les plus favorables sont libellées 3++, 3+, 3 et 4+. Les cotes de crédit 7, 8 et 9 traduisent des paiements de plus en plus irréguliers reflétant, notamment pour la cote 9, une trésorerie fortement obérée. La cote P est attribuée dès lors que l'entreprise est en procédure collective (redressement ou liquidation judiciaire).

1|2 Cotation Banque de France et notation des agences : des modèles différents pour un objet commun

En première analyse, l'activité de cotation à dire d'expert ressemble à une activité de notation. Les deux activités ont le même objet : évaluer le risque encouru par un prêteur qui avance des fonds, c'est-à-dire le risque que l'emprunteur soit défaillant au moment de remplir ses engagements financiers. Toutefois, le modèle économique de la cotation s'articule autour de caractéristiques qui diffèrent significativement de celles des agences de notation. En effet :

- l'activité de cotation ne concerne pas les produits financiers mais exclusivement la qualité du risque de crédit des entreprises non financières et résidentes ;

- la cotation n'est pas publique, elle est exclusivement diffusée à la profession bancaire et aux assureurs crédit et caution, dont les membres sont astreints à des obligations de confidentialité ;

- surtout, le déclenchement du processus de cotation est le plus généralement de la seule initiative de la Banque de France qui ne perçoit aucune rémunération des entreprises analysées en contrepartie de la cote qu'elle leur attribue, ce qui réduit considérablement les risques potentiels de conflits d'intérêts avec l'entreprise cotée. La prestation de cotation est facturée aux entités abonnées qui consultent le FIBEN.

En conséquence, **la Banque de France ne peut être assimilée à une agence de notation.** En raison de ses caractéristiques spécifiques, elle bénéficie de l'exemption prévue à l'article 2.2 d) du règlement européen n° 1060/2009 du 16 septembre 2009 et n'est pas donc pas enregistrée en tant qu'agence de notation auprès de l'Autorité européenne des marchés financiers (*European Securities and markets Authority* – ESMA). Par ailleurs, la cotation est effectuée à dire d'expert, ce qui la distingue également de l'activité des agences de notation.

Toutefois, parce qu'elle constitue une information financière qui peut être prise en compte par les banques dans leur activité de financement, comme les notations des agences et les scores des agences spécialisées, la cotation Banque de France s'exerce dans un environnement fortement concurrentiel qui conforte l'exigence de qualité par ailleurs imposée par un cadre réglementaire spécifique.

2| La cotation, un outil de facilitation du financement des entreprises

La Banque de France est parfois confrontée à cette question : pourquoi une banque centrale exerce-t-elle une activité d'évaluation du risque de crédit généralement dévolue aux agences de notation ? Une réponse fondée sur les préoccupations de concurrence, à savoir préserver une offre diversifiée non dépendante des seules agences de notation dans ce domaine très spécifique, serait incomplète. En effet, la cotation est une activité ancienne, intrinsèque aux missions de la Banque de France, qui initialement n'a pas été développée pour proposer une solution alternative aux notations des agences. Par ailleurs, notation et cotation ne sont pas assimilables. Reposant sur un modèle économique différent de celui des agences, la cotation Banque de France peut certes en partager certaines fonctions mais a essentiellement vocation à faciliter le financement des entreprises par le crédit bancaire, en répondant à moindre coût aux besoins des acteurs de cette relation de financement.

2|1 Rôle de la cotation dans l'activité de crédit aux entreprises

La cotation Banque de France est utilisée par les établissements de crédit comme outil d'aide à la décision et comme instrument d'évaluation de leurs risques de contrepartie. Parallèlement, elle apporte au dirigeant le regard extérieur d'une institution indépendante et lui procure une référence dans sa relation avec les établissements de crédit.

Dans la relation banque-entreprise, les informations collectées et analysées constituent ainsi des données importantes pour mieux analyser les enjeux et risques liés à l'octroi de crédit. Concrètement, la cotation Banque de France :

- fournit aux établissements de crédit une information sur la qualité des engagements qu'ils s'apprêtent à accorder ou qu'ils ont déjà pris ;

- aide les chefs d'entreprise à identifier les facteurs influant sur une analyse externe de leur situation financière, notamment par rapport à un « risque de crédit » ;

• facilite le dialogue banque-entreprise en mettant à disposition une référence commune et reconnue de tous, gratuite pour les entreprises.

En outre, **la Banque de France est reconnue depuis 2007 comme organisme externe d'évaluation du crédit (OEEC)** pour son activité de cotation des entreprises, ce qui permet aux banques de s'appuyer sur son expertise pour calculer le montant des fonds propres réglementaires nécessaires à la couverture des risques induits par leur activité de crédit aux entreprises. L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution établit et tient à jour la liste des OEEC et précise pour chaque organisme les échelons de qualité de crédit auxquelles correspondent les évaluations réalisées (article L511-44 du *Code monétaire et financier*).

À l'heure actuelle, même si les principaux établissements de crédit ont choisi de développer leurs propres outils internes d'évaluation du crédit, la Banque de France, forte de sa reconnaissance comme OEEC, offre aux banques un moyen de compléter l'appréciation du risque de crédit de leur clientèle propre ou potentielle. La cotation sert aussi d'élément de référence et de source d'information pouvant être exploitée pour la fiabilisation des modèles internes des banques.

2|2 Rôle de la cotation dans le refinancement des banques auprès de l'Eurosystème

L'octroi de crédit aux entreprises nécessite que les banques se refinancent auprès de la Banque centrale. Or, la cotation Banque de France (non plus au titre de son statut d'OEEC mais en tant que membre de l'Eurosystème, dans le cadre de son système interne d'évaluation du crédit) permet d'apprécier la qualité des garanties acceptées par l'Eurosystème pour les opérations de refinancement. Ces opérations de refinancement sont en effet sécurisées par différents types de garantie, dont les créances privées, pour lesquelles la banque qui les mobilise doit fournir une évaluation du risque de crédit émise par l'une des quatre sources reconnues au sein de l'Eurosystème (cf. encadré 2).

La source « systèmes internes d'évaluation du crédit (ICAS) » est constituée, pour l'évaluation des risques des créances sur entreprises non financières, des systèmes d'évaluation du crédit de la Banque fédérale d'Allemagne, de la Banque d'Espagne, de la Banque de France, de la Banque nationale d'Autriche, de la Banque d'Italie ainsi que, depuis 2013, de la Banque nationale de Belgique, de la Banque de Slovénie.

Pour être éligibles en garantie des opérations de politique monétaire, les créances sur entreprises non financières doivent répondre à des critères définis par l'Eurosystème (cf. encadré 3). Parmi ces critères figure un degré élevé de qualité de signature satisfaisant aux règles de l'ECAF.

ENCADRÉ 2

Le cadre opérationnel des opérations de politique monétaire au sein de l'Eurosystème

Depuis l'entrée en vigueur, le 1er janvier 2007, de la liste unique des garanties, le dispositif de l'ECAF (Eurosystem Credit Assessment Framework – *dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème) fournit un cadre harmonisé pour l'évaluation du risque de crédit aux fins du refinancement monétaire : il définit les procédures, règles et techniques qui assurent le respect des exigences de l'Eurosystème en matière de qualité de signature de l'ensemble des garanties éligibles aux opérations de politique monétaire et de crédit intra-journalier.*

Pour évaluer la qualité de signature des actifs éligibles, l'Eurosystème se fonde sur les informations provenant de l'une des quatre sources suivantes d'évaluation du crédit :

• *les agences de notation ou organismes externes d'évaluation du crédit (OEEC) désignés en anglais par le terme ECAI* (External Credit Assessment Institutions) *;*

• *les systèmes internes d'évaluation du crédit* (In-House Credit Assessment Systems – *ICAS) des banques centrales nationales, tel celui de la Banque de France ;*

• *les Approches internes d'évaluation des risques des contreparties (AIER) des banques désignés en anglais par le terme* Internal Rating Based approaches *(IRBs) validées par le superviseur bancaire et ;*

• *les outils d'évaluation gérés par des opérateurs tiers agréés (connus sous l'appellation de* « Rating Tools » – *RT).*

Afin d'assurer la cohérence, la qualité et la comparabilité des quatre sources d'évaluation du crédit utilisées dans le cadre de l'ECAF, l'Eurosystème a défini des critères de validation pour chacune de ces sources et examine régulièrement leurs performances par rapport aux différents seuils de qualité du crédit qu'il a fixé.

ENCADRÉ 3

Critères d'éligibilité de l'ECAF en termes de qualité de crédit

L'exigence minimale en matière de qualité de signature des créances privées correspond à l'échelon 3 de qualité du crédit dans l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème, soit un niveau maximal de probabilité de défaut à un an de 0,40 %. L'échelon 3 de qualité de crédit équivaut à une cote Banque de France 4+, ou à une notation de long terme égale à « BBB- » selon Fitch Ratings ou Standard & Poor's, « Baa3 » selon Moody's ou « BBBL » selon DBRS.

Toutefois, pour soutenir la capacité des banques européennes à financer l'économie, le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé, le 9 février 2012, des critères d'éligibilité spécifiques pour l'acceptation temporaire par les banques centrales nationales qui le souhaitent de créances privées supplémentaires en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème. En conséquence, la qualité minimum de signature requise pour la mobilisation de « créances supplémentaires » auprès de la Banque de France est temporairement abaissée à l'échelon 4 de qualité du crédit dans l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème, soit un niveau maximal de probabilité de défaut à un an de 1,5 % au lieu de 0,40 %, ce qui équivaut pour la Banque de France à une cote 4.

Cette extension du périmètre d'éligibilité des créances privées ne modifie pas les critères d'éligibilité des actifs relevant de la liste unique des garanties (« cadre pérenne »). En effet, les créances privées supplémentaires de l'échelon de crédit 4 acceptées temporairement par la Banque de France relèvent d'une liste complémentaire (« cadre temporaire »), distincte de la liste unique. La spécificité des opérations garanties par les actifs relevant de cette liste complémentaire est que le risque de crédit est in fine *assumé par la Banque de France alors que ce risque est mutualisé au sein de l'Eurosystème pour les opérations garanties par des actifs répondant aux critères de la liste unique.*

Les banques centrales reconnues ICAS au sein de l'Eurosystème ne se font pas concurrence entre elles dès lors que chacune limite son activité aux entreprises établies sur son territoire. En revanche, elles peuvent constituer un atout concurrentiel pour les banques et, partant, pour les entreprises établies sur leur territoire en augmentant le volume de collatéral potentiellement éligible au refinancement. Or, la Banque de France a la spécificité de coter un nombre très important d'entreprises sur la base de leur documentation comptable, en comparaison notamment des autres banques centrales reconnues ICAS (qui évaluent entre une centaine et 17 000 entreprises).

À fin 2013, environ 36 % des quelque 270 000 entreprises cotées par la Banque de France bénéficiaient d'une cote 3++ à 4+ et 26 % d'une cote 4. Par ailleurs, la cotation concerne les petites et moyennes entreprises comme les grandes entreprises, dès lors que le seuil de cotation est fixé à 750 000 euros de chiffre d'affaires. Ainsi, 95 % des entreprises bénéficiant d'une cote éligible au refinancement sont des entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 50 millions d'euros. Les banques qui ont recours à la cotation de la Banque de France pour mobiliser leurs créances bénéficient ainsi d'un profond gisement de collatéral éligible, de nature à faciliter le financement des entreprises.

Plus largement, ce profond gisement de collatéral bénéficiant d'une cote éligible explique, sans doute, la part significative des créances privées remises en garantie par les banques françaises lors des opérations de refinancement monétaire. Ainsi, en 2013, environ 36 % du total du collatéral déposé par les banques françaises étaient constitués par des créances privées éligibles dans le cadre pérenne. Comparativement, au niveau de l'Eurosystème, les actifs non négociables essentiellement constitués des créances privées et des dépôts à terme ont représenté en moyenne 25 % du total des actifs remis en garantie en 2013 [1].

3| Cadre légal et exigences réglementaires

L'activité de cotation à la Banque de France repose sur des fondements juridiques d'ordre à la fois national (article L141-6 du *Code monétaire et financier* et deuxième contrat de service public entre la Banque de France et l'État) et européen (exigences réglementaires liées à la reconnaissance OEEC et à son statut d'ICAS) qui convergent pour constituer un cadre exigeant en termes de qualité et de performance.

3|1 Un cadre national stabilisé

Il n'existe pas de dispositions législatives ou règlementaires prévoyant explicitement l'exercice par

1 *Source :* Rapport annuel *2013, Banque centrale européenne, Eurosystème.*

la Banque de France d'une activité de cotation des entreprises. Cette activité, qui trouve son origine dans un arrêté du Conseil général du 10 septembre 1987, est régie par les dispositions générales de l'article L141-6 du *Code monétaire et financier* qui permettent à la Banque de se faire communiquer par les entreprises industrielles et commerciales tous documents et renseignements nécessaires à l'exercice de ses missions fondamentales.

Le contrat de service public signé entre la Banque de France et l'État fait référence à l'activité de cotation en ces termes : « *Les directions départementales de la Banque de France, qui entretiennent des relations avec les entreprises – notamment celles qui bénéficient d'une cotation –, les collectivités territoriales et les services déconcentrés de l'État, constituent des pôles de compétence en matière d'analyse et de diagnostic de la situation économique des territoires* ».

Le contrat de service public prévoit que les interventions de la Banque de France sont fondées sur quatre principes, qui structurent l'activité de cotation, à savoir:

• l'expertise : la Banque de France limite le champ de ses interventions aux sujets pour lesquels sa compétence technique est incontestable et publiquement reconnue ; c'est en particulier le cas de toutes les missions qui font appel à sa capacité de diagnostic économique et financier des entreprises et de leur environnement ;

• la neutralité : la position de banque centrale impose de ne pas prendre part à des actes de gestion ou de ne jamais représenter d'intérêt particulier ;

• la confidentialité : en application de l'article L142-9 du *Code monétaire et financier*, les agents de la Banque de France sont tenus à un strict respect du secret professionnel ;

• la maîtrise des coûts : préoccupation constante de la Banque de France, entreprise dont le capital appartient à l'État, la maîtrise des coûts conduit à ce que lorsqu'elles impliquent des sujétions lourdes, certaines actions de place sont facturées aux entités qui en sont bénéficiaires.

Pour fournir ce service dans un cadre déontologique adapté, respectant notamment les règles issues du contrat de service public, la Banque de France a établi un code de conduite [2] garantissant la qualité, l'intégrité et la transparence du processus de cotation. Il présente les dispositions légales et réglementaires auxquelles sont soumis les analystes de la Banque de France dans le but de prévenir les situations de conflits d'intérêts et de garantir l'indépendance de l'activité de cotation. Il aborde notamment:

• les règles de déontologie que les analystes doivent appliquer, ainsi que les normes de gestion spécifiques à l'activité de cotation ;

• les procédures assurant la qualité et l'intégrité de la démarche de cotation (formalisation du circuit décisionnel, traçabilité du processus de cotation, contrôle qualité et collégialité) ;

• les dispositions prises en termes de transparence, que ce soit sur les règles d'accès à la cotation ou la publication des méthodes.

Toutes ces règles s'inspirent très largement des principes édictés par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) concernant les agences de notation.

3|2 Un cadre européen de plus en plus détaillé et exigeant

Pour assurer la cohérence et la comparabilité des sources d'évaluation du crédit qu'il reconnaît, l'Eurosystème procède à un examen régulier de leur performance, avec notamment un *back testing* permettant de s'assurer que le taux de défaut des débiteurs éligibles, observé par chaque système de notation autorisé par l'Eurosystème, est conforme aux normes exigées.

À ce titre, le système de cotation de la Banque de France doit respecter des règles très exigeantes : les cotes éligibles doivent être conformes, *ex post*, aux objectifs posés par l'Eurosystème. Dans le cas contraire, son système de cotation ne pourrait plus être utilisé pour évaluer les créances remises en garantie des opérations de refinancement.

Par ailleurs, dans le souci de sécuriser davantage les opérations de politique monétaire et d'harmoniser

2 *Le code de conduite de la cotation est accessible en ligne sur le site de la Banque de France : https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/DR2011-19.pdf*

les outils de mesure utilisés par les ICAS pour apprécier la performance de leur système de cotation, l'Eurosystème a décidé de substituer, à compter de janvier 2012, la notion de « défaut » au sens de l'accord Bâle II à celle de « défaillance », sans modifier les plafonds de contrôle de qualité des bases. Le défaut dit « bâlois » survient principalement en présence d'arriérés bancaires. Pour conserver son statut d'ICAS, la Banque doit donc désormais respecter les seuils de taux annuel de défaut, et non plus de défaillance, de 0,10 % et 0,40 % sur les cotes éligibles (respectivement cotes 3 et 4 +). Pour la cote 4, temporairement éligible, le plafond qui s'applique est fixé à 1,50 %.

Comme pour son statut ICAS au sein de l'Eurosystème, la reconnaissance de la Banque de France, en tant qu'OEEC, est subordonnée au respect de critères de performance. Chaque cran de la cote de crédit Banque de France doit ainsi respecter un taux de défaut cible appréhendé sur une période de trois ans, visant à garantir la pertinence des évaluations de crédit émises et leur cohérence au regard des échelons de qualité de crédit définis par la réglementation prudentielle européenne.

Par ailleurs, la reconnaissance OEEC exige le respect des critères internationaux d'un système performant d'évaluation du risque de crédit, notamment :

- l'objectivité de la méthode de notation et des résultats ;
- l'indépendance du processus de production de la notation ;
- l'examen régulier des notes ;
- la transparence et la publicité de la méthodologie ;
- l'acceptation par le marché, c'est-à-dire que les évaluations de crédit d'un OEEC soient perçues comme crédibles et fiables par leurs utilisateurs.

La validité de la cotation est ainsi régulièrement contrôlée par différentes autorités compétentes, notamment à travers l'analyse des taux de défaut. Pour répondre à ces obligations réglementaires, la Banque de France publie aussi sur son site des indicateurs de performance, sous forme notamment de taux de défaut à un an, deux ans ou trois ans pour chaque classe de risque.

Ces différents niveaux de régulation contribuent à former un cadre exigeant qui requiert de la Banque de France une attention constante sur la qualité et les performances de son dispositif d'évaluation de crédit.

4| Le système de cotation Banque de France : une analyse « à dire d'expert »

Excluant le recours à des procédés de cotation totalement automatisés et/ou fondés exclusivement sur des données financières, la cotation de la Banque de France repose sur l'analyse financière et qualitative conduite par ses analystes pour chaque entreprise cotée. Si des scores sont utilisés dans la démarche de cotation en complément de l'analyse, ils n'en constituent pas la base et ne sont utilisés qu'à titre complémentaire. Cette analyse humaine au plus proche de l'entreprise, puisque celle-ci est en principe cotée par la succursale du département où elle exerce, réitérée chaque année sur près de 270 000 dossiers, est sans équivalent en France ou en Europe.

4|1 Éléments pris en compte

Les informations au vu desquelles la cote peut être attribuée (états comptables, concours bancaires, incidents de paiement, données descriptives et qualitatives…) sont gérées dans un système d'information spécifique, FIBEN.

4|1|1 Documentation comptable des entreprises

Les bilans et comptes de résultat sont intégrés chaque année par la Banque de France dans la base comptable de FIBEN. Les données comptables sont, sauf cas particuliers, collectées pour les seules entreprises qui réalisent un chiffre d'affaires hors taxes égal ou supérieur à 750 000 euros : elles sont essentiellement issues des principaux feuillets normalisés des liasses fiscales. Ces extraits de liasses fiscales sont un des éléments majeurs pris en compte par la Banque de France pour l'appréciation de la situation des entreprises à des fins de cotation.

4|1|2 Données extracomptables

Ces données de nature et de source variées viennent enrichir et nuancer l'analyse de la documentation comptable. Elles sont recensées dans différentes bases de FIBEN :

• la base descriptive recense les données en provenance de l'Insee ou des greffes des tribunaux de commerce, et contient des informations détaillées sur l'identité de l'entreprise : secteurs d'activité, liens économiques et financiers avec d'autres entités, le cas échéant les événements judiciaires ou autres événements concernant l'entreprise (exemple : perte de plus de la moitié du capital) ;

• la base de données sur les risques bancaires recense les encours de crédit (crédits mobilisés, crédits mobilisables et engagements de garantie) accordés par les établissements de crédit aux entreprises et aux entrepreneurs individuels ;

• la Centrale des incidents de paiement sur effets.

En complément des données ainsi répertoriées, les analystes de la Banque de France entretiennent des contacts directs avec des milliers de chefs d'entreprise à l'occasion de la démarche de cotation ou encore du suivi mensuel de la conjoncture qui leur permettent d'enrichir leur connaissance de l'entreprise concernée ou d'un marché. Peuvent ainsi être collectés des événements extra-comptables et des éléments dits « qualitatifs », susceptible d'affecter une entreprise tels que, notamment :

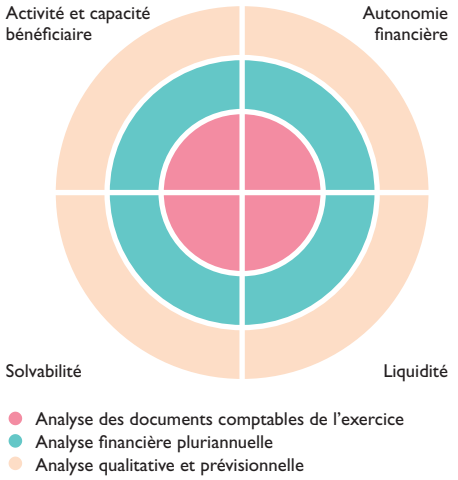
- l'évolution du marché sur lequel elle opère ;
- son positionnement sur ce marché ;
- la solidité de l'actionnariat ;
- la stratégie de l'équipe dirigeante ;
- les perspectives à moyen terme ;
- la transparence de la communication.

En 2013, 53 000 entreprises ont fait l'objet d'un entretien de cotation.

4|2 Le processus de cotation

La cotation porte une attention accrue aux éléments d'information collectés auprès des entreprises pour mener pleinement une double analyse financière et qualitative, intégrant également les perspectives de l'entreprise. Elle impose que les analystes fassent preuve de discernement dans l'appréciation qu'ils portent sur chaque entreprise examinée, en pondérant de manière appropriée les facteurs de risque et les perspectives des entreprises évaluées au regard de l'ensemble des éléments d'information dont ils disposent. En outre, toute cote qui repose sur l'étude des données comptables résulte d'un double niveau d'appréciation (double examen).

Schéma 1 Illustration du processus de cotation



Source : Banque de France

4|2|1 L'analyse de la situation financière

La cotation est tout d'abord le résultat de la mise en œuvre de règles d'expertise financière qui reposent sur l'examen de la rentabilité, de l'autonomie financière, de la liquidité et de la structure financière de l'entreprise cotée. Ces règles tiennent compte des caractéristiques inhérentes au secteur d'activité d'appartenance de l'entreprise cotée. Dix-sept grands domaines d'activité sont recensés par la Banque de France pour les entreprises cotées sur bilans sociaux et onze pour les groupes cotés sur bilans consolidés. Les règles et ratios d'analyse financière sont ainsi calibrés en fonction de chaque secteur.

Le système de cotation de la Banque de France intègre également des règles financières spécifiques à l'analyse des bilans consolidés. La complexité de la matière (absence de document standardisé, présence de postes spécifiques, coexistence de plusieurs référentiels – normes françaises et IFRS –, ingénierie financière plus développée,…) et la capacité de résistance renforcée des groupes liée à une mutualisation du risque et une flexibilité financière plus importantes imposent en

effet des règles d'analyse *ad hoc*. Toutefois, par souci d'homogénéité, les règles financières applicables aux groupes convergent, lorsque cela est pertinent, avec les règles de l'analyse menée sur bilan social.

L'analyse est conduite au cas par cas, ce qui prévient par exemple toute dégradation massive des cotations des entreprises appartenant à un même secteur, même si ce secteur est en difficulté. La finesse de cette analyse est renforcée par le fait qu'elle repose sur une expertise humaine, qui fait également appel à une bonne connaissance du tissu économique local.

4|2|2 L'analyse qualitative

Des éléments plus qualitatifs (cf. paragraphe 4|1|2) sont recueillis à l'issue des entretiens annuels de cotation ou de précotation réalisés auprès des dirigeants d'entreprise. Ces entretiens, qui peuvent intervenir par téléphone ou lors de rendez-vous en face-à-face, ont fait l'objet d'une attention accrue au cours des dernières années qui a notamment conduit à renforcer la professionnalisation de la démarche. Les entretiens permettent de clarifier des points mal appréhendés à la lecture des seuls comptes, de recenser les difficultés et les risques liés à l'environnement de l'entreprise cotée et de pouvoir porter une appréciation sur ses perspectives de développement.

Par ailleurs, ces entretiens sensibilisent les dirigeants aux facteurs financiers et non financiers qui conditionnent la pérennité, la croissance et la performance de leur entreprise. Cet effort de pédagogie, conduit à grande échelle, constitue un service utile aux PME et à leurs dirigeants, notamment lorsque ces derniers doivent négocier leurs conditions de financement auprès de leurs partenaires bancaires.

5| Une démarche de cotation pérenne au travers des évolutions techniques, économiques et réglementaires

La cotation Banque de France a réussi imperceptiblement à se renouveler et à se moderniser, dans un souci constant de qualité et d'adaptation aux évolutions techniques, économiques et réglementaires, tout en conservant une même démarche d'analyse minutieuse et une grande stabilité de ses cotes.

5|1 Réingénierie de la cotation Banque de France

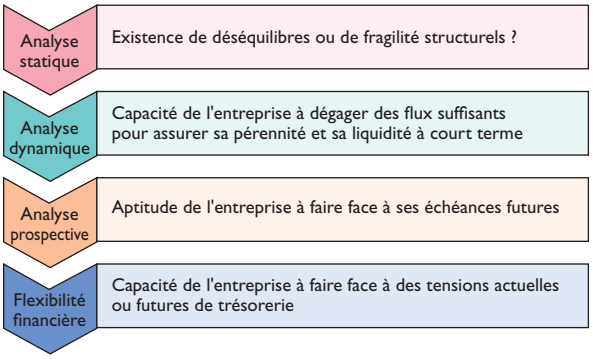
Dans une logique de modernisation du processus de collecte, de simplification du système de transmission des liasses pour les experts-comptables et les entreprises, mais aussi de développement durable, la Banque de France a créé, fin 2009, sa propre plateforme de réception de bilans dématérialisés. Jusqu'alors, les feuillets fiscaux étaient en effet reçus sous format papier, par courrier, puis ressaisis et éventuellement retraités par la Banque de France. Désormais, une procédure de collecte des bilans par voie électronique : BilanDirect Fiben, permet de simplifier la démarche et de renforcer la fiabilité et la traçabilité des données. Elle s'insère dans le système, déjà existant, de télétransmission des liasses fiscales mis en place pour les besoins de la direction générale des Finances publiques (DGFIP). Elle a concerné, en 2013, 54 % des bilans intégrés dans la base FIBEN. Des actions significatives sont menées pour continuer d'améliorer ce taux de collecte dans les prochaines années (objectif de 60% en 2014).

5|2 Intégration de nouvelles exigences réglementaires

Les normes réglementaires applicables aux évaluations de crédit émises par la Banque de France évoluent régulièrement pour s'adapter aux modifications des besoins de ses utilisateurs, aux nouvelles attentes des autorités compétentes ou encore aux changements économiques. Ces évolutions qui s'imposent à la Banque de France représentent autant d'occasions pour elle de réévaluer la pertinence de sa cotation.

L'introduction du « défaut bâlois » comme outil de mesure des performances du système de cotation par l'Eurosystème a, par exemple, conduit la Banque de France à chercher, dans ce cadre, à mieux répondre aux enjeux représentés par la bonne gestion de la trésorerie pour les entreprises et l'assurance du bon remboursement de leurs créances pour les banques. Elle a pu, à cette fin, tirer les leçons des défaillances d'entreprises observées, souvent induites par un manque de liquidité ou un déficit de flexibilité financière. La démarche de cotation a ainsi été adaptée à partir de 2011 pour devenir plus prédictive des défauts de paiement sur crédits bancaires. Cette

Schéma 2 Une démarche d'analyse de la liquidité mieux encadrée, reposant sur quatre phases



Source : Banque de France

adaptation repose sur une étude plus approfondie de la « liquidité » des entreprises qui associe quatre types d'analyses : statique, dynamique, prospective et de la flexibilité financière (cf. schéma 2).

La pondération accrue accordée à la liquidité au sein de l'ensemble des indicateurs d'analyse financière vient conforter l'approche de la cotation privilégiée par la Banque de France, à savoir une cotation pluriannuelle à dire d'expert, fondée sur une gamme complète d'axes d'analyse et accordant toute la place nécessaire à l'analyse qualitative, au-delà de celle des comptes annuels.

5|3 Recherche constante de nouvelles voies d'amélioration

Pour répondre aux exigences de qualité et de performance, la Banque de France a développé un contrôle qualité efficient au plan national ainsi qu'au niveau de chaque région et de chaque unité du réseau.

L'analyse des résultats des contrôles réalisés périodiquement, conjuguée aux recherches et études régulièrement menées au sein de la direction des Entreprises, impulse des réexamens réguliers de la méthodologie d'analyse afin d'identifier les possibles voies de perfectionnement de la cotation, susceptibles notamment d'augmenter le caractère prédictif de l'analyse et, partant, de réduire les taux de défaut des meilleures catégories de cote, d'améliorer la granularité de l'échelle de cotation ou encore de renforcer la robustesse du modèle.

C'est ainsi, par exemple, qu'une cote 7 a été créée et introduite à partir de 2011, afin de renforcer la continuité de l'échelle de cotation en améliorant la progressivité des taux de défaillance, ainsi que désormais des taux de défaut, un écart important ayant été constaté entre les taux de défaillance à un an des cotes 6 et des cotes 8. La cote 7 peut être attribuée, après analyse, en cas d'incident de paiement sur effet d'un montant unitaire supérieur ou égal à 1 524 euros, déclaré depuis moins de six mois au motif « incapacité de payer ».

De même, entre autres exemples, le cadre de cotation des filiales a été remodelé en 2012 dans le triple objectif d'accroître la réactivité de la cotation des entités consolidées sans altérer la robustesse du système, de mieux refléter le lien direct entre la cotation du groupe et celle de ses filiales et de clarifier la démarche de cotation des filiales auprès des utilisateurs de la cotation.

Par ailleurs, la Banque de France est à l'écoute des nouveaux enjeux qui se posent aux entreprises. Ainsi, en écho à la stratégie de développement de la responsabilité sociétale en France et à l'international, la Banque de France a ouvert un nouveau champ d'investigation afin de mieux intégrer les critères de responsabilité sociétale de l'entreprise dans le processus de cotation. Les travaux conduits dans ce cadre devraient s'achever en 2015.

Il est toutefois important de souligner que ces évolutions ont été ou seront calibrées de manière à assurer leur cohérence avec les principes de cotation existants et à ne pas altérer ses performances. En outre, on peut noter la remarquable stabilité des cotes attribuées par la Banque de France au fil des ans, qui démontre sa capacité à détecter les forces et faiblesses des entreprises analysées et à dégrader ou améliorer leur cote à bon escient, sans mouvement inutile de balancier ou évolution erratique des cotations individuelles. Les modifications de cotation ont en effet une faible amplitude. En 2013, dans plus de 90 % des cas, la cote au 31 décembre était, soit identique à celle au 1er janvier, soit abaissée ou relevée d'un seul cran sur l'échelle de cotation [3].

Cette grande stabilité des cotations, également observable en considérant un historique de plusieurs années, démontre la capacité de la Banque de France à faire évoluer son dispositif de cotation tout en atténuant les répercussions pour les entreprises cotées.

3 *Voir à ce sujet le document annuel « cotation Banque de France – une évaluation des performances », mis à jour en mai 2014, en ligne sur le site de la Banque de France : http://www.fiben.fr/cotation/pdf/evaluation-des-performances-cotation-banque-de-france.pdf*

Productivité du travail en Europe : allocation efficace de l'emploi ou performance des firmes ?

Antoine BERTHOU et Charlotte SANDOZ
Direction des Études microéconomiques et structurelles

Cet article étudie l'influence de l'efficacité de l'allocation de l'emploi dans les firmes et de leur performance individuelle sur la productivité du travail mesurée au niveau des secteurs pour plusieurs pays européens. Ce travail utilise les données récemment collectées par le réseau européen sur la compétitivité (CompNet), à partir de différentes sources de données individuelles nationales. Une très forte hétérogénéité des niveaux de productivité des firmes est observée au sein des secteurs, ce qui suggère que l'efficacité de l'allocation de l'emploi, différenciée selon les firmes, peut être un déterminant important du niveau de la productivité agrégée. De fait, la décomposition de la productivité agrégée des secteurs suivant la méthodologie d'Olley et Pakes (1996) révèle que l'emploi est alloué dans les grandes économies européennes préférentiellement vers les entreprises les plus productives, contribuant positivement à la productivité agrégée. Les différences de niveaux de productivité entre pays européens, ainsi que la dynamique de la productivité sectorielle, s'expliquent toutefois principalement par la performance individuelle des firmes (productivité moyenne). Durant les années deux mille, des effets de réallocation substantiels sont observés dans les secteurs qui sont sujets à des chocs de demande importants, ou à une intensification marquée de la concurrence.

Mots clés : productivité, allocation efficace, comparaisons internationales

Codes JEL : L11, L25, 057

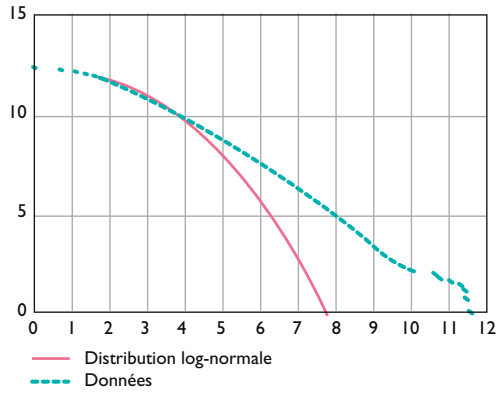
NB : Les auteurs : Antoine Berthou (DGEI/DEMS/SEC2E) et Charlotte Sandoz, qui était stagiaire quand ce travail fut réalisé. Toutes les données ont été produites au niveau sectoriel par les équipes nationales du Competitiveness Research Network *(CompNet) pendant l'année 2013. Elles ont ensuite été centralisées par la Banque centrale européenne et plus particulièrement par Filippo di Mauro et Paloma Lopez-Garcia qui ont coordonné cet exercice de collecte de données puis les ont diffusées. Ce papier ne reflète pas nécessairement la position de la Banque de France et de l'Eurosystème.*

Les comparaisons internationales de productivité sont généralement réalisées grâce à des indicateurs calculés à partir de données statistiques agrégées au niveau des pays, parfois détaillées au niveau des secteurs. C'est le cas par exemple des données du consortium EU KLEMS ou des données STAN de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) qui détaillent la valeur ajoutée, l'emploi ou les prix des différents secteurs pour plusieurs pays. Ces données permettent de mesurer la productivité du travail, et ainsi d'évaluer la contribution des dynamiques des firmes au sein des secteurs, et des effets de réallocation de l'emploi entre secteurs, du point de vue du niveau et de la dynamique de la productivité agrégée. En revanche, elles ne permettent pas d'évaluer l'influence de l'efficacité de l'allocation de l'emploi ou du capital entre les firmes d'un même secteur ; or, compte tenu des niveaux très hétérogènes de tailles de firmes et de productivité, on ne peut exclure qu'elles contribuent à la dynamique de la productivité agrégée.

Le graphique 1 présente la distribution empirique de la taille des firmes françaises en 2005, et confirme le fait stylisé montré par Luttmer (2007) pour les États-Unis. La distribution empirique observée (en vert) diverge d'une estimation de loi log-normale sur la population des entreprises françaises en 2005 [1] (en rose), ce qui confirme que l'emploi est distribué de façon hétérogène entre entreprises. Quelques très grandes entreprises concentrent une grande partie de l'emploi tandis qu'un très grand nombre de petites entreprises coexistent, souvent au sein du même secteur. Cette forte densité de très grandes entreprises au sein des économies est illustrée par une queue de distribution de tailles de firmes épaisse, et implique que les chocs « idiosyncratiques » [2] auxquels sont sujettes les grandes entreprises au niveau microéconomique ont une influence significative sur les variables macroéconomiques mesurées pour l'ensemble de l'économie (Gabaix, 2011).

Graphique 1 Distribution de la taille des entreprises françaises en 2005

Axe des ordonnées : ln(nombre de firmes ayant un emploi supérieur à s) ; axe des abscisses : s = ln(nombre de personnes employées)



Note : Données de bilans des entreprises pour l'ensemble de l'économie en 2005.
Source : Base de données des bénéfices réels normaux, Insee.

Il existe aussi au sein des secteurs une très forte hétérogénéité des tailles d'entreprises qui reflète différentes formes de frictions. Celles-ci s'expliquent par la nature même des secteurs (rendements d'échelle, différenciation des produits, chocs idiosyncratiques affectant les entreprises, etc.) ou par d'autres formes de distorsions qui affectent la taille et la productivité des entreprises (contraintes de crédit, barrières à l'entrée, subventions, corruption, etc.), modifiant l'efficacité de l'allocation de l'emploi et du capital entre les firmes. Une allocation plus efficace nécessite que les entreprises les plus performantes attirent davantage de facteurs de production. L'efficacité de l'allocation au sein des secteurs détermine donc le niveau (et la dynamique) de la productivité agrégée dès lors qu'un niveau substantiel d'hétérogénéité des productivités des firmes est enregistré.

Ce constat a motivé la construction d'une nouvelle base de données par le réseau européen de recherche sur la compétitivité (CompNet) qui réunit des Banques centrales nationales au sein du Système européen des banques centrales (SEBC). La valeur ajoutée de cette base de données est qu'elle répertorie pour un grand nombre d'indicateurs tels que la productivité, l'emploi ou l'intensité capitalistique des firmes, non seulement la moyenne mais aussi leur dispersion ainsi que plusieurs moments de leur distribution par secteur et par année. Une description complète de la base de données ainsi que des méthodologies employées est fournie dans un document de travail de la Banque centrale européenne (CompNet task force, 2014).

1 *Estimation de loi log-normale réalisée à partir d'un maximum de vraisemblance sur la base de la population des entreprises françaises de la base BRN en 2005. L'estimation permet de reproduire de manière assez précise la distribution observée des tailles d'entreprises en emploi jusqu'à environ 150 employés. Pour des tailles d'entreprises plus grandes, la précision de l'estimation est réduite, en particulier pour les entreprises de très grande taille pour lesquelles la loi log-normale prédit une densité bien plus faible que la densité observée.*
2 *Un choc idiosyncratique est un choc spécifique à une entreprise.*

L'objectif de cet article est de produire une première série de comparaisons européennes en matière de productivité, à partir des données de la base CompNet. L'analyse propose dans un premier temps d'évaluer l'ampleur des dispersions de la productivité entre les firmes, au sein de chaque secteur, pour plusieurs pays européens. Elle se focalise en particulier sur trois pays : la France, l'Espagne et la Belgique, du fait d'une plus grande disponibilité des données dans ces pays. Les résultats de l'analyse sont également reproduits pour l'Allemagne et l'Italie, mais sont à interpréter avec précaution compte tenu de la plus faible représentativité des échantillons de firmes utilisés pour le calcul des indicateurs. La seconde partie de l'article propose une décomposition de la productivité agrégée reposant sur la méthodologie d'Olley et Pakes (1996), qui permet de mesurer la contribution de la performance moyenne des firmes et de l'efficacité de l'allocation de l'emploi entre firmes au niveau de la production sectorielle chaque année.

Les résultats confirment la très forte dispersion des niveaux de productivité entre firmes au sein des économies européennes. En France, les entreprises classées dans le 9e décile des niveaux de productivité (le dix pour cent des entreprises les plus productives) sont en moyenne trois fois plus productives que les entreprises du premier décile (le dix pour cent des entreprises les moins productives). Des niveaux comparables de la dispersion des niveaux de productivité sont enregistrés en Belgique et en Espagne. Cette forte hétérogénéité des productivités des firmes est plus marquée qu'aux États-Unis dans l'étude de Syverson (2004), mais plus faible que pour l'Inde et la Chine dans l'étude de Hsieh et Klenow (2009). Elle renforce l'idée qu'une allocation plus efficace de l'emploi et du capital permettrait de réaliser des gains de productivité substantiels.

L'analyse confirme, grâce à la décomposition proposée par Olley et Pakes (1996), que l'efficacité de l'allocation de l'emploi est un déterminant important du niveau de productivité au sein des secteurs. L'emploi est alloué vers les entreprises les plus productives en France, en Belgique et en Espagne. En revanche, les évolutions des niveaux de productivité agrégée dans le temps s'expliquent principalement par des modifications du niveau de productivité moyenne des firmes, tandis que les effets de réallocation entre firmes contribuent faiblement à ces évolutions pour l'ensemble de ces économies. Enfin, ce dernier constat masque une dynamique marquée de l'indicateur d'« allocation efficace » de l'emploi, dans les secteurs marqués par des chocs de demande importants, ou par une intensification de la concurrence, au cours des années deux mille. L'établissement d'un lien de causalité entre dynamiques de la productivité, d'une part, et intensification de la concurrence ou chocs de demande, d'autre part, requiert toutefois une analyse plus systématique à partir de méthodes économétriques. Des travaux de recherche en cours permettront de tester ces relations à partir des données du réseau CompNet.

1| De nombreux travaux académiques sur les effets de réallocation

Cet article fait référence à une large littérature théorique et empirique qui a émergé lors de ces deux dernières décennies. Ces recherches ont mis en évidence l'importance des ajustements au niveau des firmes sur le niveau et la croissance de la productivité agrégée en présence de distributions hétérogènes de la taille et de la productivité des firmes. Les modèles théoriques, tels que celui de Melitz (2003), fournissent un cadre pour analyser le rôle de la réallocation intra-sectorielle des parts de marché sur la productivité agrégée en présence d'hétérogénéité des firmes. Des articles plus récents (Restuccia et Rogerson, 2008 ; Hsieh et Klenow, 2009 ; Alfaro, Charlton et Kanczuk, 2008 ; Midrigan et Xu, 2010 ; Bartelsman, Haltiwanger et Scarpetta, 2013) ont mis en évidence le rôle de l'efficacité de l'allocation des ressources (*i.e.* de l'emploi) entre firmes sur la performance agrégée lorsque la productivité des firmes est hétérogène. Ce processus de réallocation entre firmes peut en effet engendrer d'importants gains en termes de productivité agrégée lors de chocs externes, par exemple lors d'une libéralisation commerciale (Pavcnik, 2002 ; Bernard *et al.*, 2011 ; Verhoogen, 2008). Dans notre analyse, nous suivons la méthodologie d'Olley et Pakes (1996) pour décomposer la productivité agrégée au niveau sectoriel. Une limite de cette décomposition est qu'elle ne tient pas compte de la sélection des firmes au cours du temps (entrées et sorties de firmes) qui peut pourtant être un déterminant important des dynamiques de la productivité sectorielle [3]. Le choix de cette décomposition est motivé par la nature de la

3 *La productivité d'un secteur peut en effet être influencée par l'entrée de firmes plus productives au détriment des moins productives, par exemple lors de l'ouverture d'un secteur à la concurrence. Voir Melitz et Polanec (2012) pour une revue complète et une discussion sur les méthodologies utilisées dans la littérature pour décomposer la productivité agrégée.*

base de données, qui ne contient pas d'informations suffisamment détaillées sur la population des firmes, ce qui limite la possibilité de mesurer la contribution des entrées et des sorties.

Différents articles, s'inspirant de Grossman et Helpman (1991), ont également mis en évidence l'importance de l'innovation et de la demande adressée aux firmes qui, prises ensemble, peuvent expliquer des gains de productivité intra-firmes. En se focalisant sur l'analyse d'une ouverture commerciale, Constantini et Melitz (2008), Atkeson et Burstein (2010) ou Burstein et Melitz (2013) ont montré théoriquement que l'innovation (et la productivité) peuvent être affectées par la taille du marché et le degré de libéralisation commerciale. Bustos (2011) et Lileeva et Trefler (2010) ont mis en évidence empiriquement ces canaux lors d'une expérience naturelle d'ouverture commerciale, ou encore Aw *et al.* (2011) à partir de l'estimation d'un modèle structurel. Les faits stylisés, obtenus à partir de nos échantillons dans les différents pays, tendent à les confirmer. En effet, les variations de la productivité agrégée sont principalement expliquées par des variations de la performance intra-firme plutôt que par un processus de réallocation.

2| Présentation des données de la base CompNet

Les résultats présentés dans le reste de l'article sont obtenus à partir de l'utilisation des données de la base CompNet, qui répertorie pour 11 pays et 58 secteurs (NACE à deux chiffres) des indicateurs de compétitivité couvrant la période 1995-2011. Chaque cellule de la base de données correspond donc à un indicateur sectoriel pour des variables de chiffre d'affaire, de valeur ajoutée, d'emploi, de consommations intermédiaires, d'actif total, de productivité du travail ou de productivité totale des facteurs estimée à partir de la méthode de Wooldridge (2009) – Levinsohn et Petrin (2003). Les indicateurs couvrent non seulement la moyenne ou la médiane de chaque variable, mais également l'ensemble des moments de la distribution (variance, coefficient d'asymétrie ou *skewness*, coefficient d'aplatissement ou *Kurtosis*, et déciles de la distribution). La méthodologie employée permet donc de révéler pour chaque variable la distribution des valeurs au sein de chaque secteur, ce qui enrichit considérablement les statistiques généralement disponibles et permet de mieux identifier les sources des performances dans chaque secteur. Nous verrons qu'en effet, du point de vue de la productivité, il n'existe pas de « firme représentative » par secteur, ce qui implique que la productivité moyenne masque une très forte hétérogénéité des performances, tant du point de vue des niveaux que de la dynamique.

Ces indicateurs sectoriels de moyenne et de dispersion calculés pour chaque variable de la base de données sont complétés par des indicateurs mesurant l'efficacité de l'allocation de l'emploi entre firmes, en suivant la méthodologie d'Olley et Pakes (1996). Il s'agit d'une décomposition de la productivité agrégée, qui permet d'identifier la contribution de la performance moyenne des firmes et la contribution de l'allocation de l'emploi entre les entreprises pour chaque secteur et chaque année.

L'ensemble des indicateurs est calculé à partir des bases de données individuelles d'entreprises disponibles pour chaque pays participant au réseau européen CompNet. La stratégie employée a consisté à faire circuler un programme unique à chaque équipe nationale (composée de banques centrales et d'instituts statistiques nationaux), afin de remplir deux objectifs : d'une part, qu'une homogénéité forte du traitement des données soit conservée entre pays ; d'autre part, que les règles de confidentialité nationales, imposant de ne publier aucune information au niveau individuel, soient respectées.

Le traitement des données nationales qui est adopté permet de constituer une base de données dont la couverture excède celle d'autres bases de données de firmes multi-pays comme la base Amadeus (Bureau Van Dijk). Une hétérogénéité persiste toutefois dans les échantillons sur lesquels se base le calcul des indicateurs sectoriels publiés, ce qui nécessite de conserver une grande prudence dans l'interprétation des résultats. Le tableau 1 montre que parmi les grandes économies européennes qui participent à l'exercice CompNet, la France, la Belgique et l'Espagne disposent d'échantillons plus représentatifs de l'ensemble de la population, que l'Allemagne et l'Italie. C'est pourquoi les résultats présentés dans la suite de cet article se concentreront plutôt sur ces trois économies européennes [4]. L'ensemble de la base de données ainsi que quelques résultats sont présentés

4 *Même sur ces trois pays, les résultats doivent encore être considérés avec précaution puisque, comme le montre le tableau 1, le taux de couverture des échantillons n'est pas totalement homogène d'un pays à l'autre suivant le type de variables (nombre de firmes, emploi, chiffre d'affaires).*

Tableau 1 Couverture des échantillons sources pour le calcul des indicateurs sectoriels de la base de données CompNet

(en nombre, couverture en %)

	Nombre de firmes	Couverture en proportion du nombre de firmes	Couverture en proportion de l'emploi total	Couverture en proportion du chiffre d'affaires total
France	348 179	26	84	99
Espagne	245 121	24	42	58
Belgique	66 842	33	73	86
Italie	53 054	2	17	22
Allemagne	30 688	2	38	66

Note : Les différences de couverture des échantillons s'expliquent par la sous-représentativité de certaines firmes (par exemple en France les firmes de très petite taille sont très peu représentées dans la base de données des Bénéfices Réels Normaux) ou par des données manquantes pour certaines variables lorsque l'entreprise apparaît dans l'échantillon.
Source : CompNet task force (2014).

dans l'article cosigné par les membres du groupe de travail du réseau CompNet (CompNet task force, 2014).

3| Distribution des productivités du travail

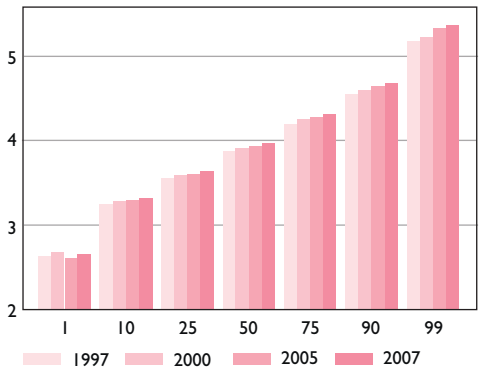
La première série de résultats se concentre sur les comparaisons des dispersions de niveaux de productivité au sein des secteurs. Pour chaque secteur, nous utilisons une information sur les niveaux de productivité pour plusieurs percentiles de la distribution : le premier percentile, le premier décile, le premier quartile, la médiane, le troisième quartile, le dernier décile, et le dernier percentile. Les niveaux de productivité sont représentés pour quatre années (1997, 2000, 2005 et 2007), une fois ces indicateurs agrégés pour l'ensemble de l'économie [5].

Les résultats des graphiques 2 montrent que, pour la France, une très forte hétérogénéité des niveaux de productivité est observée, aussi bien dans les services que dans l'industrie. Les entreprises classées dans le 9e décile des niveaux

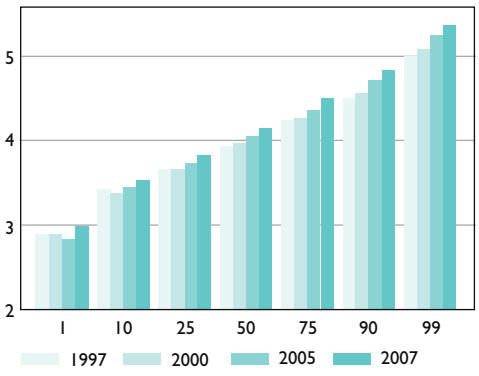
Graphiques 2 Distribution de la productivité du travail en France : services, construction et industrie

(en logs)

a) Services et construction



b) Industrie manufacturière



Note : Les indicateurs sectoriels sont agrégés en tenant compte de la part de chaque secteur dans la valeur ajoutée totale. Les chiffres sur l'axe des abscisses correspondent aux percentiles de la distribution (1 pour le premier percentile, 25 pour le premier quartile, 50 pour la médiane, etc.). Les valeurs de l'axe des ordonnées correspondent au logarithme de la productivité.
Source : Base de données microéconomiques du réseau de recherche CompNet et calculs des auteurs.

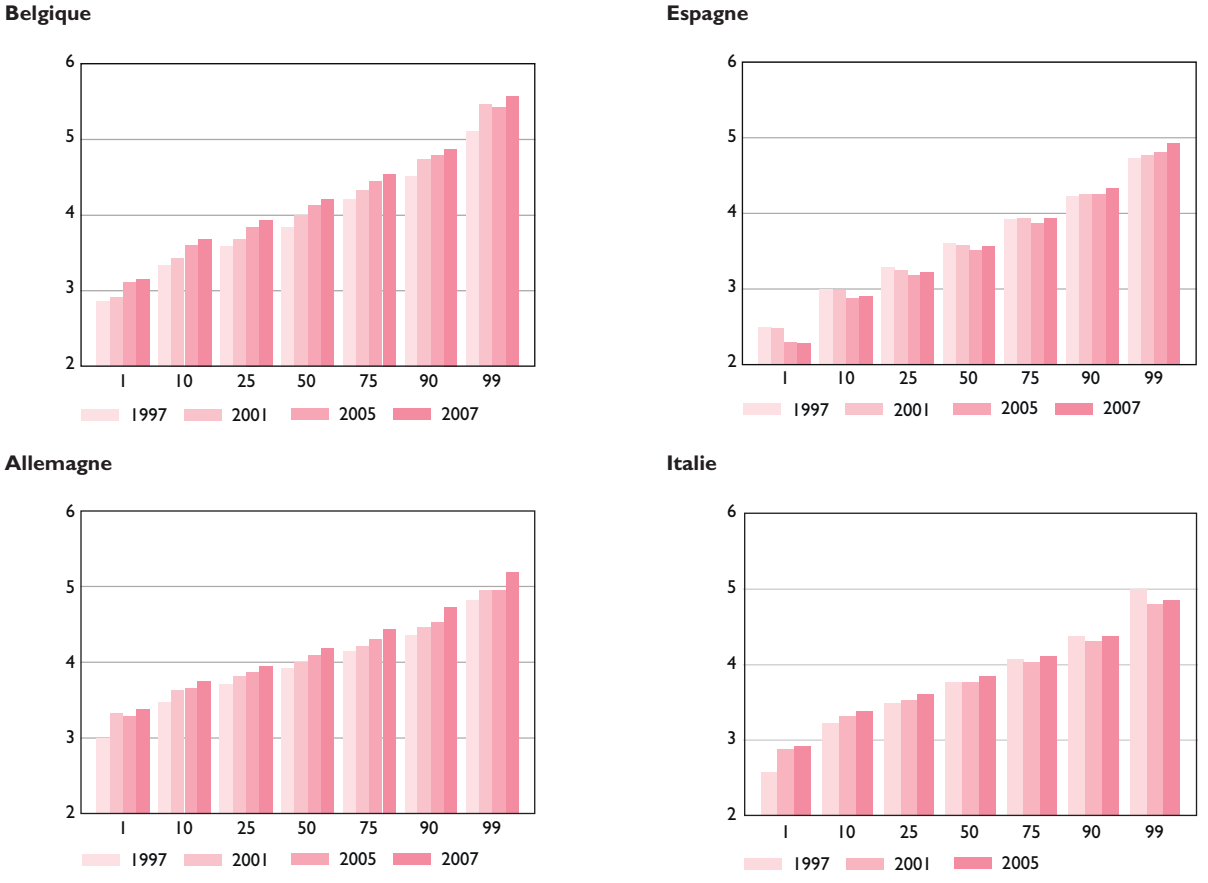
5 *L'agrégation est réalisée en pondérant chaque observation sectorielle par la part du secteur dans la valeur ajoutée totale calculée pour l'ensemble de l'économie.*

de productivité (le 10 % des entreprises les plus productives) sont en moyenne, dans l'ensemble de l'économie, trois fois plus productives que les entreprises du premier décile (le 10 % des entreprises les moins productives). Cette forte hétérogénéité des productivités des firmes est plus marquée qu'aux États-Unis où les entreprises du dernier décile sont en moyenne deux fois plus productives que les entreprises du premier décile (Syverson, 2004). Des écarts de productivité encore plus importants sont enregistrés en Inde et en Chine, où les entreprises du dernier décile sont cinq fois plus productives que les entreprises du premier décile (Hsieh et Klenow, 2009).

Une très forte dispersion des niveaux de productivité de firmes apparaît également dans les autres grandes économies européennes (cf. graphique 3). En Belgique et en Espagne, les firmes du dernier décile [6] de la distribution des niveaux de productivité sont respectivement 2,7 et 4 fois plus productives en moyenne que les firmes du premier décile.

Graphiques 3 Distribution de la productivité du travail au niveau des firmes du secteur manufacturier en Europe

(en logs)



Note : Les indicateurs sectoriels sont agrégés en tenant compte de la part de chaque secteur dans la valeur ajoutée totale. Les chiffres sur l'axe des abscisses correspondent aux percentiles de la distribution (1 pour le premier percentile, 25 pour le premier quartile, 50 pour la médiane, etc.). Les valeurs de l'axe des ordonnées correspondent au logarithme de la productivité.
Sources : Base de données microéconomiques du réseau de recherche CompNet et calculs des auteurs.

6 *La faible couverture des données espagnoles en termes d'emploi et de chiffre d'affaires, malgré la bonne couverture en termes de nombre de firmes, suggère que de grandes firmes sont absentes des données sources.*

Une plus faible dispersion apparaît en Allemagne, celle-ci s'expliquant au moins en partie par une sous-représentation de la population des petites et moyennes entreprises (PME)/très petites entreprises (TPE) dans l'échantillon des firmes.

Dans les pays disposant d'échantillons davantage représentatifs, d'autres biais statistiques pourraient expliquer une partie de ces très grands écarts de productivité au sein des secteurs. Si les secteurs sont par exemple définis de manière trop large (ici les secteurs sont définis au niveau NACE à deux chiffres, soit 58 secteurs), l'hétérogénéité des niveaux de productivité entre firmes pourrait provenir du fait que les entreprises sont en réalité positionnées sur des activités très différentes. Ensuite, les opérations financières entre entreprises d'un même groupe pourraient aussi introduire arbitrairement de l'hétérogénéité mais la base de données ne nous permet pas de distinguer les groupes des entreprises indépendantes. Malgré ces biais, la forte dispersion des niveaux de productivité au sein de ces secteurs suggère que des gains importants peuvent être attendus d'une meilleure allocation des facteurs de production (qui favoriserait la distribution du capital et du travail vers les entreprises les plus productives de chaque secteur).

Les statistiques descriptives reproduites dans les graphiques 2 et 3 semblent par ailleurs indiquer que la distribution des niveaux de productivité du travail n'est pas stable dans le temps (voir aussi les graphiques A1 et A2 en annexes). En France et en Espagne notamment (mais aussi en Allemagne), la productivité du travail a augmenté le plus rapidement durant la période 2001-2007 [7] parmi les entreprises situées dans le haut de la distribution des niveaux de productivité. La distribution des productivités des entreprises françaises a donc évolué au cours du temps avec une concentration plus forte des gains de productivité parmi les entreprises les plus performantes [8]. Ainsi cette distribution est non stationnaire, et des recherches supplémentaires seraient nécessaires pour déterminer quels sont les mécanismes conduisant à ce résultat [9] (meilleur accès aux nouvelles technologies pour les entreprises les plus productives, etc.).

4| Décomposition de la productivité agrégée : performance des firmes ou allocation efficace ?

Les résultats relatifs à la mesure de la dispersion des niveaux de productivité de firmes montrent une hétérogénéité substantielle au sein des secteurs, ce qui suggère que l'efficacité de l'allocation de l'emploi entre les firmes est un déterminant important des niveaux de productivité agrégée.

La décomposition de la productivité agrégée développée par Olley et Pakes (1996) permet de mesurer le degré d'efficacité de l'allocation de l'emploi entre les firmes. Nous utilisons donc cet indicateur dans le cadre d'une décomposition réalisée pour les firmes européennes de l'échantillon de la base de données CompNet [10]. Cette méthodologie est détaillée dans l'encadré ci-après. La productivité agrégée du secteur, pour chaque pays et chaque année, est décomposée en deux termes : (i) la productivité moyenne des firmes ; (ii) la covariance entre emploi et productivité des firmes, qui mesure la capacité des entreprises les plus productives à employer davantage de salariés.

Le graphique 4 montre les résultats de la décomposition obtenus pour la France. Le niveau de productivité agrégée du travail est représenté par la ligne rose dans le graphique 4a [11]. La productivité du travail a augmenté de 2,1 % par année entre 1995 et 2007. La productivité moyenne (non pondérée) au niveau des firmes est représentée par la ligne verte. La mesure de l'efficacité de l'allocation du travail,

7 *La période 2001-2007 correspond à la période couverte par les données pour les cinq économies qui sont étudiées dans cet article.*
8 *Ce résultat est confirmé par Chevalier, Lecat et Oulton (2008).*
9 *Les statistiques descriptives présentées ne permettent pas à ce stade de déterminer si ce résultat s'explique par une accélération des gains de productivité parmi des entreprises initialement classées comme très productives, ou si ces gains correspondent à des entreprises initialement moins productives mais ayant convergé vers ces catégories.*
10 *Bellone et Mallen-Pisano (2013) utilisent la méthodologie de Hsieh et Klenow (2009) pour mesurer l'efficacité de l'allocation dans une comparaison entre la France et les États-Unis.*
11 *La valeur de la productivité agrégée est obtenue pour chaque année en calculant une moyenne pondérée des productivités au niveau sectoriel (qui sont fournies par la base de données de CompNet). Chaque poids représente la part du secteur k dans la valeur ajoutée totale. La productivité au niveau sectoriel est la moyenne pondérée des productivités individuelles des firmes.*

ENCADRÉ

Décomposition de la productivité, méthodologie de Olley et Pakes (1996)

La méthodologie initialement proposée par Olley et Pakes (1996) permet de décomposer la productivité d'un secteur d'activité en deux composantes : une productivité moyenne des firmes du secteur, et un second terme mesurant l'efficacité de l'allocation des facteurs de production entre les firmes. Une allocation plus efficace se matérialise dans cette décomposition par une taille plus grande des entreprises les plus productives. Si l'on se réfère à la productivité du travail d'une entreprise, mesurée par la valeur ajoutée par personne employée déflatée par les prix, une allocation efficace du travail est obtenue lorsque les entreprises les plus productives occupent une part importante de l'emploi total du secteur, tandis que les entreprises faiblement productives occupent une faible part de l'emploi. Les travaux d'Olley et Pakes (1996) ont permis de montrer que les dérèglementations dans le secteur des télécommunications aux États-Unis ont permis d'accroître le niveau de la productivité agrégée du secteur, qui s'explique notamment par une réallocation de l'emploi au bénéfice des entreprises les plus productives.

À partir des données de firmes mobilisées dans le cadre du réseau européen CompNet, et en omettant les notations de pays et de secteur, il est possible de décomposer la productivité du secteur (Pt) pour chaque année t de la manière suivante :

$$P_t = \left(\frac{1}{N_t}\right) \sum p_{it} + \sum (\theta_{it} - \bar{\theta}_t)\,(p_{it} - \bar{p}_t)$$

Dans cette décomposition, la variable P_{it} mesure la productivité individuelle de chaque firme du secteur, la productivité moyenne des firmes du secteur, θ_{it} la part de chaque firme dans l'emploi total du secteur, et $\bar{\theta}_t$ la part moyenne.

Le premier terme de cette décomposition de la productivité sectorielle correspond à la productivité moyenne des firmes du secteur. Le second terme mesure la covariance entre productivité individuelle des firmes et part occupée dans l'emploi total du secteur. La somme de ces deux termes correspond à la productivité du travail pour l'ensemble du secteur, dont la progression à chaque date peut s'expliquer par une amélioration de la productivité moyenne des firmes, ou par une réallocation de l'emploi favorable aux entreprises les plus productives.

Dans la base de données microéconomique de CompNet, cette décomposition est réalisée sur les secteurs NACE à deux chiffres initialement pour onze pays européens (voir CompNet task force, 2014, pour plus de détails).

Ces indicateurs sectoriels (productivité du travail au niveau du secteur, productivité moyenne des firmes et le terme de covariance entre productivité des firmes et part de l'emploi) sont ensuite agrégés au niveau de chaque pays afin de favoriser les comparaisons entre pays européens chaque année. Plus précisément, nous calculons une moyenne pondérée de chaque indicateur, où la valeur de chaque indicateur pour chaque secteur est pondérée par la part du secteur dans la valeur ajoutée totale du pays.

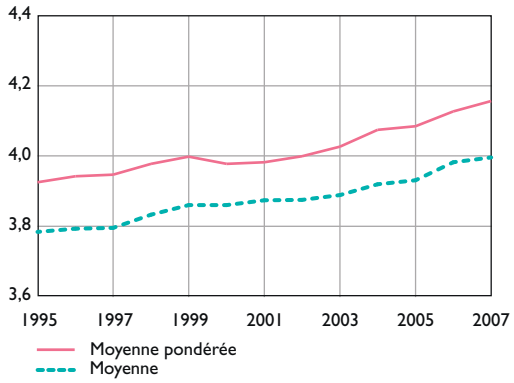
mesurée par la covariance entre la productivité et l'emploi au niveau des firmes, est représentée par le graphique 4b. Elle est aussi égale à la différence entre la productivité agrégée et la productivité moyenne représentée sur le graphique 4a (écart entre les courbes verte et rose).

Ces graphiques montrent qu'en France le travail est en général alloué vers les firmes les plus productives. Chaque année, la covariance entre la productivité du travail et l'emploi au niveau des firmes est positive et contribue favorablement au niveau de la productivité agrégée. La valeur de cette covariance pour la France (entre 0,1 et 0,15) est cohérente avec celle obtenue par Bartelsman, Haltiwanger et Scarpetta (2013) sur la période 1993-2001. Elle est inférieure à celle mesurée pour les États-Unis dans leur étude, ce qui suggère que des gains potentiels en termes de productivité agrégée

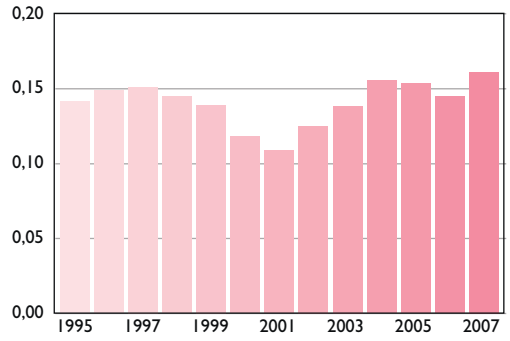
Graphiques 4 Décomposition de la productivité du travail agrégée en France (ensemble de l'économie)

(en logs)

a) Productivité du travail



b) Allocation efficace du travail (covariance entre l'emploi et la productivité du travail)



Note : Les indicateurs sectoriels sont agrégés en tenant compte de la part de chaque secteur dans la valeur ajoutée totale.
Sources : Base de données microéconomiques du réseau de recherche CompNet et calculs des auteurs.

pourraient être obtenus en France en améliorant l'allocation du travail en faveur des entreprises les plus productives [12].

Dans le graphique 4b, aucune tendance claire ne ressort de l'évolution de l'efficacité de l'allocation de l'emploi entre 1995 et 2007. Celle-ci baisse au début des années deux mille, puis augmente légèrement à partir de 2002. L'efficacité de l'allocation reste toutefois relativement stable sur l'ensemble de la période. Les travaux utilisant cette décomposition de la productivité des secteurs semblent en effet indiquer que des progressions significatives de cet indicateur peuvent être observées pour l'ensemble de l'économie dans le cadre d'épisodes de rattrapage, pour des économies émergentes ou en transition (Bartelsman, Haltiwanger et Scarpetta, 2013). En revanche, les gains de productivité pour des économies avancées semblent davantage s'expliquer par une évolution de la productivité moyenne des firmes. Nishida *et al.* (2013) mettent en avant un biais statistique dans la décomposition d'Olley et Pakes (1996) qui réduirait la contribution des effets de réallocation. Au-delà de ce biais, il semble que l'efficacité de l'allocation de l'emploi, mesurée pour l'ensemble de l'économie, progresse plus rapidement lors d'épisodes de changements structurels majeurs comme l'ont connu les économies en transition au début des années quatre-vingt-dix ou certaines économies émergentes consécutivement à une plus grande ouverture commerciale et financière.

Nous complétons cette analyse en fournissant le détail de cette décomposition pour les secteurs manufacturiers et les services. Les faits stylisés du graphique 5 confirment que la croissance de la productivité du travail est plus forte dans les secteurs manufacturiers que dans les services. La productivité agrégée du travail pour les services est représentée dans le graphique 5a et celle du secteur manufacturier dans le graphique 5b. Ils montrent également que la croissance de la productivité dans ces deux secteurs est principalement expliquée par des variations de la performance moyenne des firmes, tandis que l'efficacité de l'allocation de l'emploi (écart entre les deux courbes) ne progresse que faiblement, ce qui confirme les résultats obtenus pour l'ensemble de l'économie. On note par ailleurs une meilleure efficacité de l'allocation dans les secteurs de l'industrie manufacturière que dans les services (écart plus important entre productivité agrégée et productivité moyenne des firmes dans chaque secteur).

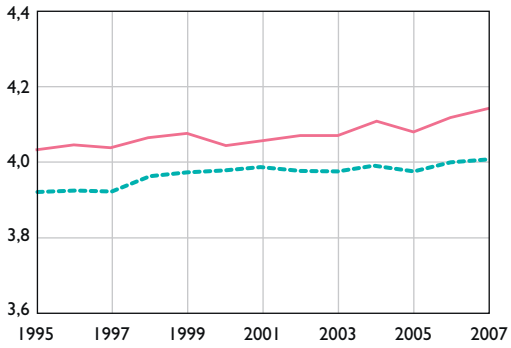
Le graphique 6 présente les résultats de la décomposition de la productivité du travail en

12 *Une partie de ces écarts peut aussi s'expliquer par des écarts de spécialisation sectorielle. Une analyse à structure sectorielle constante, c'est-à-dire en reproduisant pour la France la structure sectorielle d'autres pays, permettrait d'affiner ces comparaisons.*

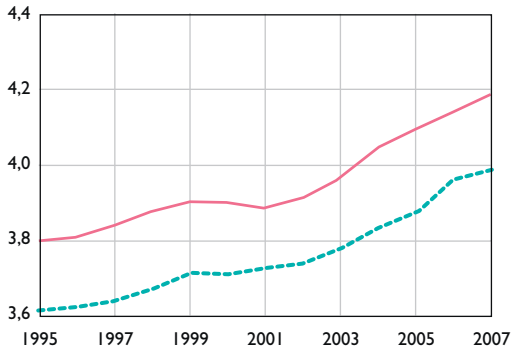
Graphique 5 Décomposition de la productivité du travail agrégée en France (services et construction *versus* industrie manufacturière)

(en logs)

a) Services et construction



b) Industrie manufacturière



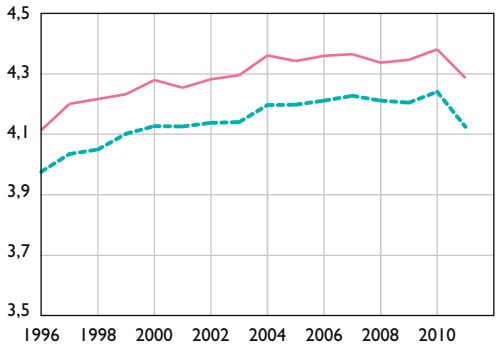
Moyenne pondérée — Moyenne

Note : Les indicateurs sectoriels sont agrégés en tenant compte de la part de chaque secteur dans la valeur ajoutée totale.
Sources : Base de données microéconomiques du réseau de recherche CompNet et calculs des auteurs.

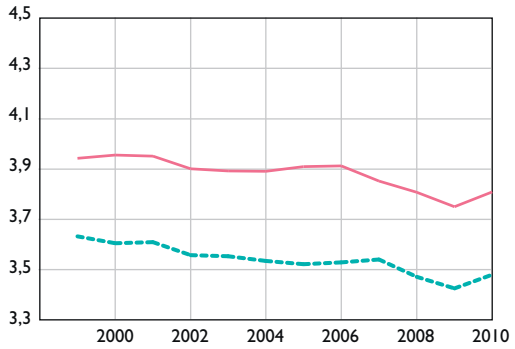
Graphiques 6 Décomposition de la productivité du travail agrégée dans les économies européennes (ensemble de l'économie marchande)

(en logs)

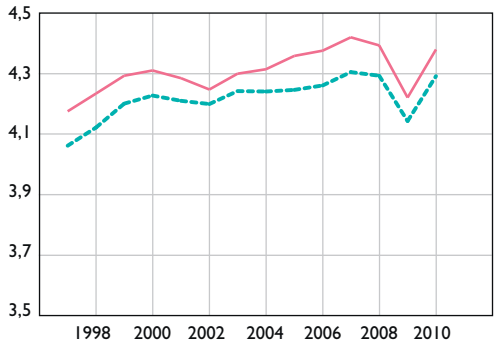
Belgique



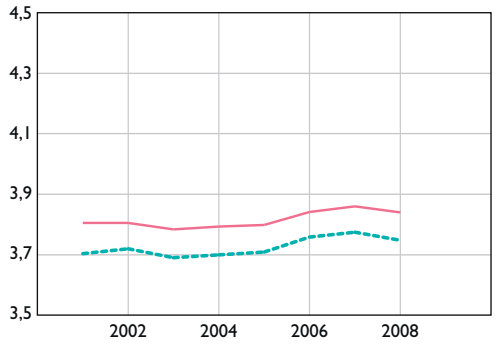
Espagne



Allemagne



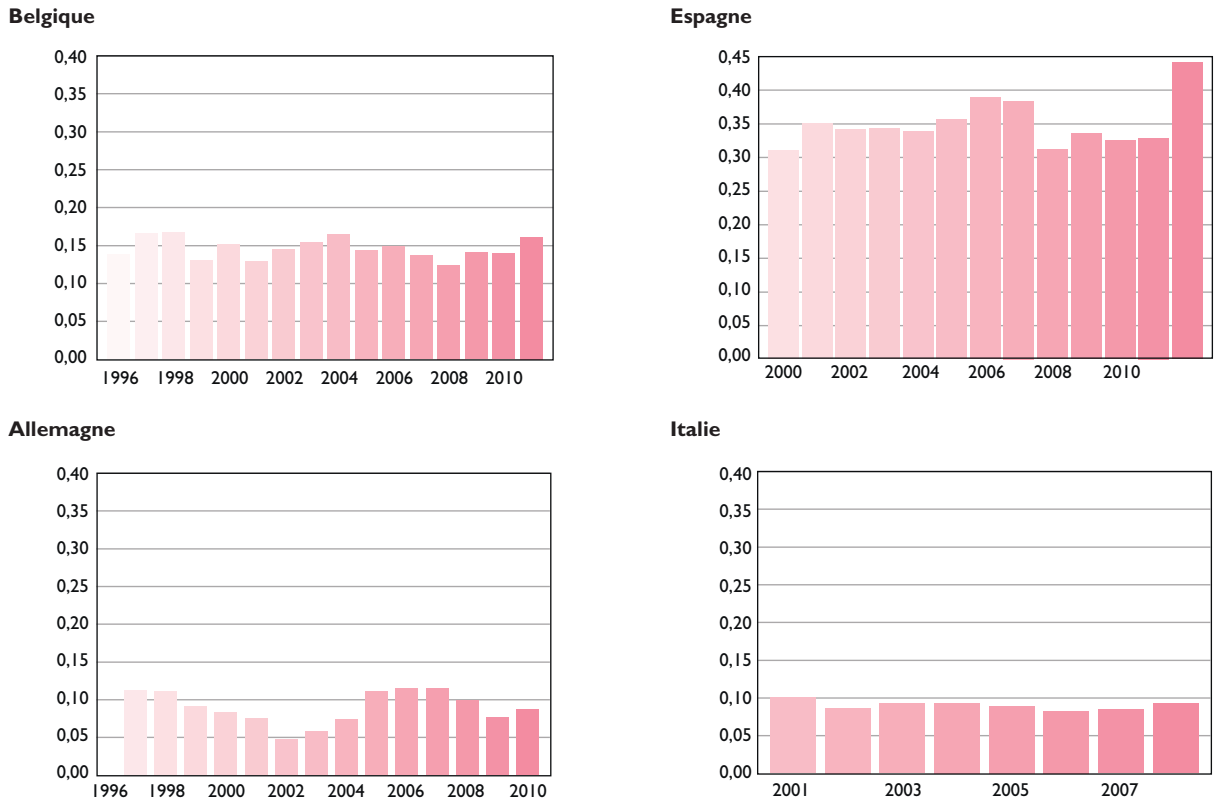
Italie



Moyenne pondérée — Moyenne

Note : Les indicateurs sectoriels sont agrégés en tenant compte de la part de chaque secteur dans la valeur ajoutée totale.
Sources : Base de données microéconomiques du réseau de recherche CompNet et calculs des auteurs.

Graphiques 7 Mesure de l'efficacité de l'allocation de l'emploi dans les économies européennes (ensemble de l'économie)



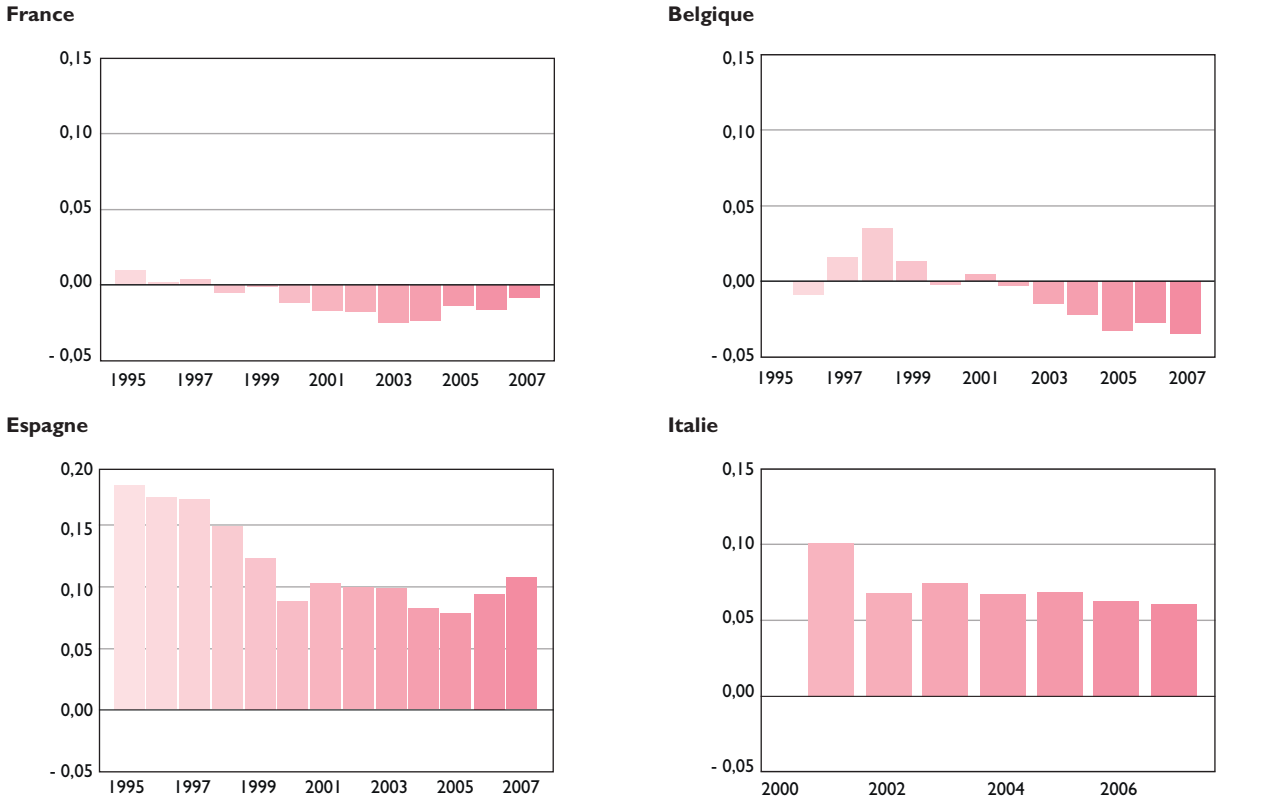
Note : Les indicateurs sectoriels sont agrégés en tenant compte de la part de chaque secteur dans la valeur ajoutée totale. Les chiffres sur l'axe des ordonnées correspondent a une covariance, ils se lisent en pourcentage).
Sources : Base de données microéconomiques du réseau de recherche CompNet et calculs des auteurs.

Belgique, en Espagne, en Allemagne et Italie [13]. L'efficacité de l'allocation du travail est la différence entre la moyenne pondérée de la productivité (courbe verte) et la productivité moyenne des firmes (courbe rose). Elle est représentée sur le graphique A1 en annexe. Les résultats dans l'ensemble confirment les enseignements de la décomposition de la productivité agrégée précédemment obtenus dans le cas français. Les évolutions de la productivité agrégée sont principalement tirées par la progression de la productivité moyenne des firmes au sein de chaque secteur. L'exemple espagnol est particulièrement éclairant : la détérioration de la productivité sur la période des années deux mille ne s'explique pas, pour l'ensemble de l'économie, par une détérioration de l'efficacité de l'allocation (l'écart entre productivité agrégée et productivité moyenne des firmes reste assez constant) mais par une baisse de la performance moyenne des firmes au sein de chaque secteur. La performance moyenne des firmes explique également, comme dans le cas français, la progression de la productivité agrégée en Belgique. La forte contribution de la productivité moyenne des firmes semble confirmée pour l'Allemagne et l'Italie.

Le graphique 7 confirme que, dans le cas des grandes économies européennes, le terme d'efficacité de l'allocation de l'emploi, dans la décomposition de la productivité agrégée, est stable dans le temps. En moyenne pour l'ensemble de l'économie, l'emploi est alloué en direction des entreprises les plus productives, ce qui se traduit par une covariance positive entre emploi et productivité du travail des entreprises. Toutefois, malgré un niveau de productivité agrégée

13 *Comme pour les autres résultats, la faible représentativité des échantillons allemand et italien impose une interprétation très prudente des résultats pour ces deux pays. Les échantillons de la Belgique et dans une moindre mesure de l'Espagne sont en revanche davantage comparables à l'échantillon de la France.*

Graphiques 8 Mesure de l'efficacité de l'allocation de l'emploi dans les économies européennes (secteur de la construction)



Note : Les indicateurs sectoriels sont agrégés en tenant compte de la part de chaque secteur dans la valeur ajoutée totale. Les chiffres sur l'axe des ordonnées correspondent a une covariance, ils se lisent en pourcentage).
Sources : Base de données microéconomiques du réseau de recherche CompNet et calculs des auteurs.

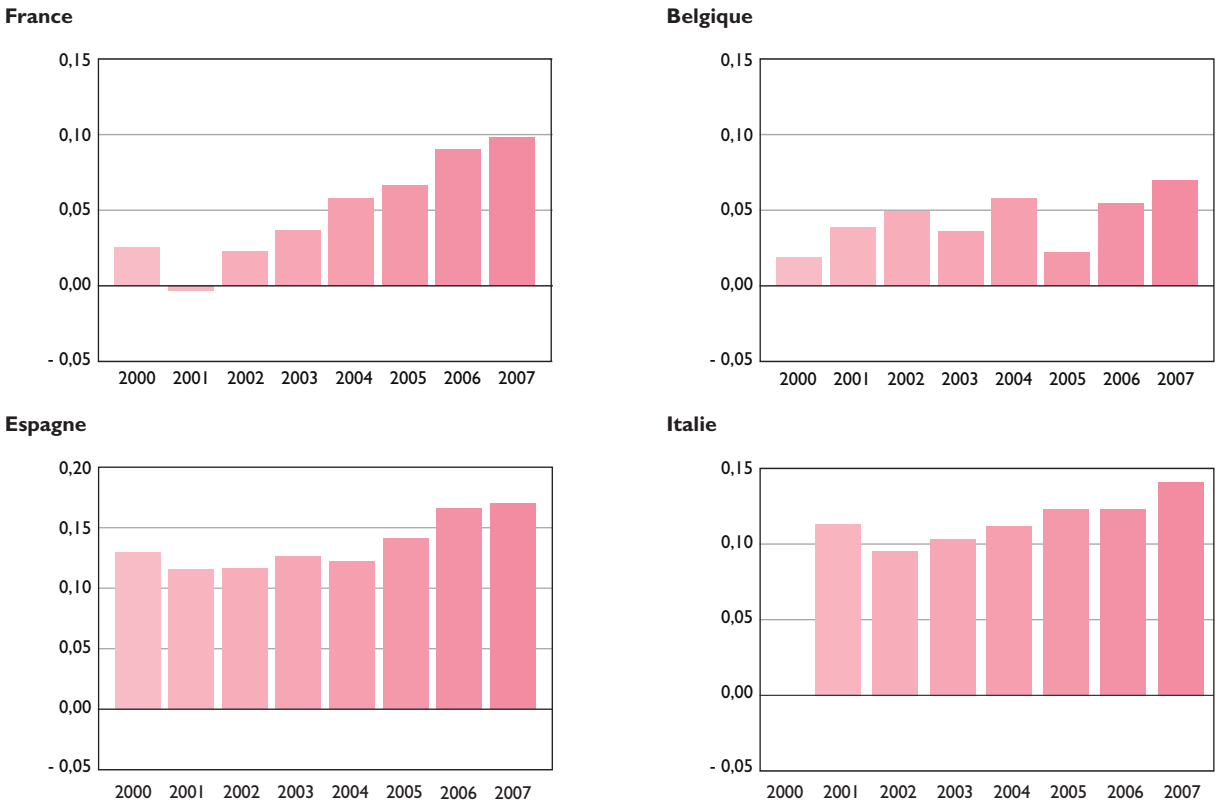
plus faible en Espagne qu'en France ou en Belgique (graphiques 4 et 6), le terme d'allocation efficace de l'emploi y est plus élevé [14]. L'efficacité de l'allocation de l'emploi n'explique donc pas de manière satisfaisante les différences de niveau de productivité agrégée entre pays européens. Les niveaux de productivité agrégée plus élevés en Belgique et en France, relativement à l'Espagne, semblent davantage refléter des différences de niveaux de productivité moyenne des firmes [15].

La faible contribution de l'allocation de l'emploi entre firmes à l'évolution de la productivité du travail, mesurée pour l'ensemble de l'économie, peut par ailleurs masquer une dynamique plus marquée pour certains secteurs. La dynamique de la demande ainsi que l'évolution du degré de concurrence ont pu en effet modifier l'allocation de l'emploi et ainsi contribuer à l'évolution de la productivité agrégée au niveau de ces secteurs.

L'évolution de l'efficacité de l'allocation de l'emploi, mesurée pour le secteur de la construction en France, en Belgique, en Espagne et en Italie (cf graphique 8) montre en effet que, dans ce secteur exposé à une augmentation rapide de la demande dans les années qui précèdent la crise de 2008, l'emploi a été progressivement alloué vers les entreprises les moins productives. Ce phénomène est illustré par une diminution de l'efficacité de l'allocation de l'emploi, qui a pesé négativement sur les gains de productivité.

14 Une explication possible de cette particularité espagnole serait que des entreprises très peu productives parviennent à survivre, tout en occupant une part très faible de l'emploi, ce qui augmenterait la covariance entre emploi et productivité des firmes.
15 Ce résultat reste toutefois sujet à des biais liés à la représentativité des niveaux de firmes.

Graphiques 9 Mesure de l'efficacité de l'allocation de l'emploi dans les économies européennes (secteur du textile)



Note : Les indicateurs sectoriels sont agrégés en tenant compte de la part de chaque secteur dans la valeur ajoutée totale. Les chiffres sur l'axe des ordonnées correspondantes a une covariance, ils se lisent en pourcentage)
Sources : Base de données microéconomiques du réseau de recherche CompNet et calculs des auteurs.

Le secteur du textile a au contraire été exposé à une hausse rapide de la concurrence en provenance des pays à bas salaires, notamment au moment de l'élimination en 2005 des quotas d'importation réglementés par les accords multifibres et dans un contexte de croissance rapide des importations en provenance de Chine. Des travaux récents ont mis en évidence l'impact positif de la concurrence étrangère dans ce secteur du point de vue de la productivité des firmes, de l'adoption de technologies ou de la qualité (Martin et Méjean, 2011 ; Bloom *et al*, 2012 ; Khandelwal *et al*, 2013). Le graphique 9 montre qu'une réallocation substantielle de l'emploi est à l'œuvre dans l'industrie textile durant les années de libéralisation commerciale. La baisse de l'emploi ayant touché les entreprises les moins productives du secteur, une progression de l'efficacité de l'allocation est observée au cours des années deux mille, contribuant positivement à la productivité agrégée du secteur [16].

5| Conclusion

Les résultats présentés dans cet article permettent une première comparaison des déterminants microéconomiques de la croissance et des niveaux de la productivité agrégée des pays européens. Ils reposent sur une base de données récemment développée par le réseau européen sur la compétitivité, CompNet.

16 *Cette apparente sous-estime très certainement les changements structurels très rapides qui on été à l'œuvre dans les années récentes pour l'industrie textile dans un contexte d'accroissement très rapide de la concurrence. En particulier, la covariance entre emploi et productivité des firmes dans la décomposition d'Olley et Pakes (1996) ne prend pas en compte la sélection des firmes. Par ailleurs, la progression de la productivité des firmes et de l'efficacité de l'emploi se fait dans ce secteur, au cours des mêmes années, au détriment de l'emploi.*

Cette base de données complète l'information sectorielle déjà fournie par d'autres bases existantes, telles que EUKLEMS ou STAN (OCDE) en fournissant des indicateurs calculés au niveau de la firme.

Même si la représentativité variable des échantillons d'un pays à l'autre invite à considérer les résultats obtenus avec prudence, notre étude confirme que l'efficacité de l'allocation du travail contribue positivement aux niveaux de la productivité agrégée dans les pays européens. En France, comme dans les autres grandes économies européennes, le travail est alloué dans chaque secteur vers les entreprises les plus productives, ce qui permet d'obtenir un niveau de productivité agrégée plus élevé. Les différences en termes d'allocation de l'emploi entre pays européens ne semblent toutefois pas expliquer les différences de niveaux de productivité agrégée. Ces différences s'expliquent par des différences de performance moyenne des firmes (productivité moyenne). L'analyse montre également que les dynamiques de productivité agrégée s'expliquent principalement par l'évolution de la productivité moyenne des firmes, tandis que l'efficacité de l'allocation de l'emploi évolue peu si l'on considère l'ensemble de l'économie.

Les évolutions de productivité intra-firme apparaissent donc comme le déterminant majeur des gains de productivité au niveau macroéconomique. Ce résultat est cohérent avec les travaux théoriques récents (Constantini et Melitz, 2008 ; Atkeson et Burstein, 2010 ; Burstein et Melitz, 2013) qui considèrent la productivité comme une variable « endogène » qui réagit fortement à des chocs externes tels que des chocs de demande. Il suggère que l'innovation, qui influence la productivité moyenne des firmes, est un déterminant majeur des évolutions de productivité agrégée dans le moyen et long terme, tandis que la réallocation des parts de marché entre firmes semble jouer un rôle plus faible pour des économies avancées si l'on considère l'ensemble de l'économie.

La forte contribution des dynamiques de firmes (productivité moyenne) à l'évolution de la productivité agrégée n'implique pas nécessairement que les effets de réallocation entre les firmes doivent être négligés. Des travaux récents montrent, à partir d'un échantillon suffisamment large de pays, que certaines règlementations sur le marché du travail et sur le marché des biens tendent à réduire la productivité agrégée, notamment du fait d'une allocation de l'emploi rendue moins efficace par une moindre mobilité du facteur travail (Andrew et Cingano, 2012). Les résultats produits dans notre article pour certains secteurs comme les secteurs de la construction ou du textile suggèrent que des chocs de demande ou une intensification de la concurrence étrangère peuvent donner lieu à une réallocation substantielle de l'emploi entre firmes, qui influence fortement la productivité dans ces secteurs.

Dans le cadre de travaux de recherche à venir, une analyse économétrique plus systématique basée sur un panel de pays permettrait d'évaluer le lien entre chocs de demande, concurrence sur les marchés, et dynamiques de la productivité intra-sectorielle. Il serait particulièrement intéressant de distinguer les effets des chocs de demande de ceux des chocs d'offre, et leur influence respective sur les différentes composantes de la productivité sectorielle : performance des firmes et efficacité de l'allocation.

Bibliographie

Alfaro (L.), Charlton (A.) et Kanczuk (F.) (2008)
« Plant-size distribution and cross-country income differences », NBER Working Papers, n° 14060

Andrew (D.) et Cingano (F.) (2012)
« Public policy and resource allocation: evidence from Firms in OECD Countries », OCDE *Working Papers*, n° 996, OECD Publishing

Atkeson (A.) et Burstein (A. T.) (2010)
« Innovation, firm dynamics, and international trade », Journal of Political Economy, University of Chicago Press, 118(3): 433-484, 06

Aw (B.), Roberts (M.) et Xu (D.) (2011)
« R&D investment, exporting, and productivity dynamics », American Economic Review, 101: 1312-44

Bartelsman (E.), Haltiwanger (J.) et Scarpetta (S.) (2013)
« Cross-country differences in productivity: the role of allocation and selection », American Economic Review, 103(1): 305-334

Bellone (F.) et Mallen-Pisano (J.) (2013)
« Is there higher misallocation in France than in the United States? », mimeo

Bernard (A. B.), Redding (S. J.) et Schott (P. K.) (2011)
« Multiproduct firms and trade liberalization », The Quarterly Journal of Economics, Oxford University Press, 126(3): 1271-1318

Bloom (N.), Draca (M.) et Van Reenen (J.) (2012)
« Trade-induced technical change? The impact of Chinese imports on innovation, IT and productivity », mimeo

Burstein (A.) et Melitz (M.) (2013)
Trade liberalization and firm dynamics. In advances in economics and econometrics tenth world congress. Applied economics. Econometric society monographs. Vol. 2. Cambridge, RU: Cambridge University Press

Bustos (P.) (2011)
« Trade liberalization, exports and technology upgrading: Evidence on the impact of Mercosur on Argentinean firms », American Economic Review, 101 : 304-340

CompNet task force (2014)
« Micro-based evidence of EU competitiveness: The CompNet database », ECB working paper, n° 1634

Constantini (J.) et Melitz (M.) (2008)
« The dynamics of firm-level adjustment to trade liberalization », Helpman (E.), Marin, (D.) et Verdier (T.) (eds) The organization of firms in a global economy (Cambridge MA: Harvard University Press), p. 107-141

Gabaix (G.) (2011)
« The granular origins of aggregate fluctuations », Econometrica, Econometric Society, 79(3): 733-772, 05

Grossman (G.) et Helpman (E.) (1991)
Innovation and growth in the global economy, Cambridge, MA, MIT

Hsieh (C.) et Klenow (J.) (2009)
« Misallocation and manufacturing TFP in China and India », The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, 124(4) : 1403-1448

Khandelwal (A.), Schott (P.) et Wei (S. J.) (2013)
« Trade liberalization and embedded institutional reform: evidence from Chinese exporters », American Economic Review, 103(6), 2169-95

Lecat (R.), Chevalier (P-A.) et Oulton (2008)
« Convergence de la productivité des entreprises, mondialisation, technologies de l'information et concurrence », *Économie et Statistique,* n° 419-420

Levinsohn (J.) et Petrin (A.) (2003)
« Estimating production functions using inputs to control for unobservables », Review of Economic Studies, Wiley Blackwell, vol. 70(2), pages 317-341, 04

Lileeva (A.) et Trefler (D.) (2010)
« Improved access to foreign markets raises plant-level productivity... for some plants », The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, 125:1051-1099

Luttmer (E. G. J.) (2007)
« Selection, growth, and the size distribution of firms », The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, vol. 122(3), p. 1103-1144, 08

Martin (J.) et Méjean (I.) (2011)
« Low-wage countries' competition, reallocation across firms and the quality content of exports », *CEPR Discussion Papers* 8231

Melitz (M.) (2003)
« The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity », *Econometrica*, Econometric Society, 71:1695-1725

Melitz (M. J.) et Polanec (S.) (2012)
« Dynamic Olley-Pakes productivity decomposition with entry and exit », *NBER Working Papers,* n° 18182

Midrigan (V.) et Xu (D. Y.) (2010)
« Finance and misallocation: evidence from plant-level data », *NBER Working Papers,* n° 15647

Mitsukuni (N.), Petrin (A.) et Polanec (S.) (2013)
« Exploring reallocations apparent weak contribution to growth », NBER Working Papers, n° 19012

Olley (G.S.) et Pakes (A.) (1996).
« The dynamics of productivity in the telecommunications equipment industry », Econometrica, Econometric Society, 64(6): 1263-1297

Pavcnik (N.) (2002).
« Trade liberalization, exit, and productivity improvement: evidence from Chilean plants », Review of Economic Studies, Wiley Blackwell, 69(1): 245-76

Restuccia (D.) et Rogerson (R.) (2008).
« Policy distortions and aggregate productivity with heterogeneous establishments », *Review of Economic Dynamics,* 11: 707-720

Syverson (C.) (2004)
« Product substitutability and productivity dispersion », The Review of Economics and Statistics, MIT Press, vol. 86(2), pages 534-550, Mai

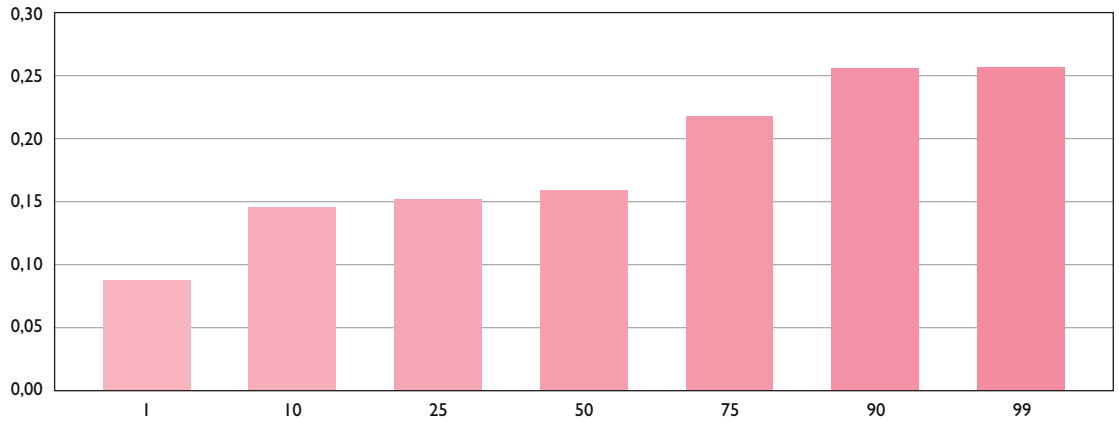
Verhoogen (E.) (2008)
« Trade, quality upgrading and wage inequality in the Mexican manufacturing sector », *The Quarterly Journal of Economics,* 123:489-530

Wooldridge (J.) (2009)
« On estimating firm-level production functions using proxy variables to control for unobservable », *Economics Letters,* 104, 112-114

Annexe

Graphique A1 Évolution de la distribution de la productivité du travail des entreprises françaises (2001-2007)

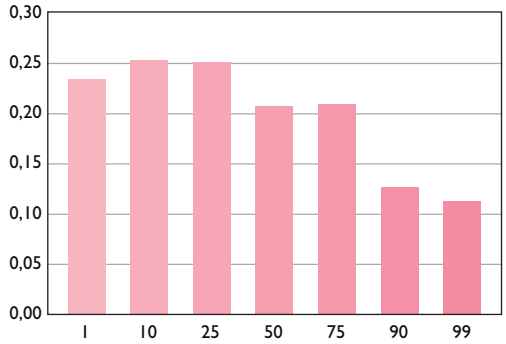
Secteur manufacturier



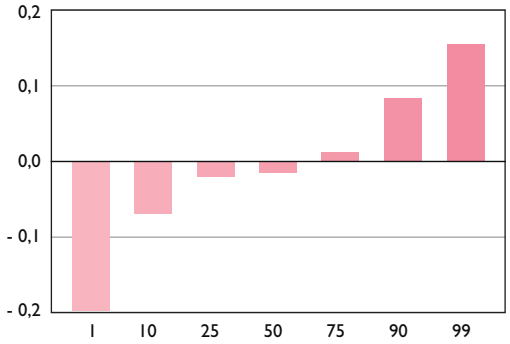
Note : Les indicateurs sectoriels sont agrégés en tenant compte de la part de chaque secteur dans la valeur ajoutée totale. La variation de la productivité du travail est exprimée en pourcentage (ordonnée), l'abscisse correspond aux percentiles de la distribution.
Sources : Base de données microéconomiques du réseau de recherche CompNet et calculs des auteurs.

Graphiques A2 Évolution de la distribution de la productivité du travail des entreprises européennes du secteur manufacturier (2001-2007)

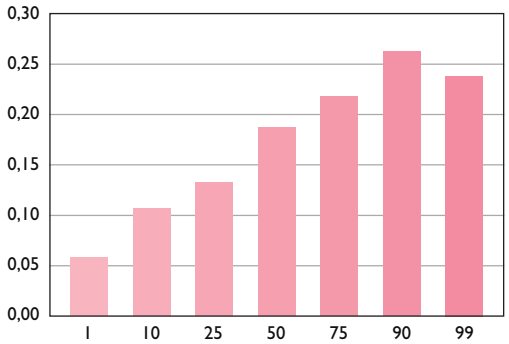
Belgique



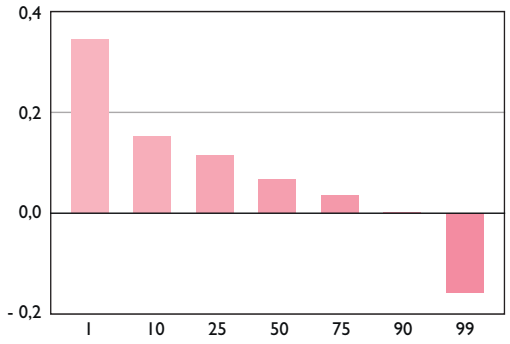
Espagne



Allemagne



Italie



Note : Les indicateurs sectoriels sont agrégés en tenant compte de la part de chaque secteur dans la valeur ajoutée totale. La variation de la productivité du travail est exprimée en pourcentage (ordonnée), l'abscisse correspond aux percentiles de la distribution.
Sources : Base de données microéconomiques du réseau de recherche CompNet et calculs des auteurs.

L'impact de l'évolution des prix immobiliers sur les coûts salariaux Comparaison France-Allemagne

Juan CARLUCCIO
Direction des Études microéconomiques et structurelles
Service des Analyses microéconomiques

Si les salaires et le coût du logement ont augmenté en France et en Allemagne au cours des années deux mille, d'importantes différences apparaissent dans ces évolutions : en France, l'augmentation des salaires et du prix de l'immobilier a été très rapide (41 et 250 points de pourcentage cumulés respectivement pendant la période du quatrième trimestre de 1996 au même trimestre de 2012), tandis que le rythme a été beaucoup plus lent en Allemagne (22 et 107 points de pourcentage cumulés respectivement). Ces évolutions suggèrent que les différences constatées au niveau des prix immobiliers ont pu contribuer aux différences des taux de croissance salariale entre l'Allemagne et la France. Dans cet article, l'auteur apporte des éléments en faveur de cette thèse. Son analyse procède en deux temps. Dans un premier temps sont développés des indices de prix qui tiennent compte des prix de l'immobilier. Dans un second temps, ces indices de prix corrigés sont utilisés pour quantifier l'impact de la dynamique du marché de logement sur les différences de croissance salariale entre les deux pays. En tenant compte d'une indexation unitaire des salaires au niveau des prix, l'auteur conclut que les indices de prix corrigés peuvent expliquer jusqu'à 70 % de l'écart de croissance des salaires entre les deux pays.

Mots clés : salaires, coût du logement, économie française, économie allemande, IPC

Codes JEL : J3, R21

NB : L'auteur remercie Laurent Baudry pour son excellent travail d'assistant de recherche. Il remercie également Gilbert Cette, Olivier Chatal, Filippo Ferroni, Rémy Lecat, Matthieu Lemoine, Hervé Le Bihan, Matteo Mogliani, Katja Schmitt, Pierre Sicsic, Jacek Suda, Romain Wolf et les participants aux ateliers DEMS où l'article a été présenté. Les erreurs ou omissions restent siennes.

La rémunération salariale a augmenté à un rythme beaucoup plus rapide en France qu'en Allemagne sur la période 1996-2012 (cf. graphique 1). On observe également des trajectoires très différentes du prix du logement : une très forte augmentation en France et une quasi-stagnation des prix en Allemagne (cf. graphique 2). La différence de dynamique du coût du logement est moins marquée en ce qui concerne les loyers (cf. graphique 3). Cette tendance est toutefois à nuancer au regard des évolutions récentes. À partir de 2008, on observe en effet un rebond des salaires et des prix de l'immobilier en Allemagne et une stagnation en France. Néanmoins, la tendance de long terme montre une dynamique haussière plus importante en France de ces deux indicateurs.

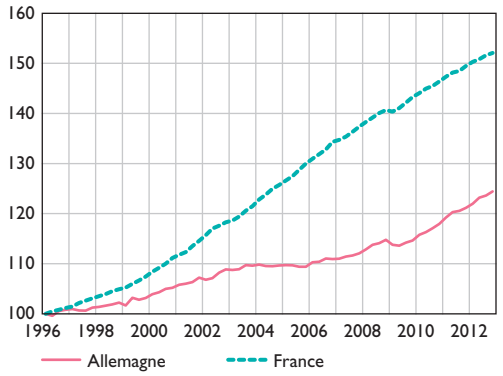
L'objectif de cette étude est d'analyser la relation entre l'évolution du coût du logement et celle des salaires en France et en Allemagne, afin de déterminer dans quelle mesure les écarts de taux de croissance des prix immobiliers [1] entre la France et l'Allemagne durant les années deux mille pourraient être responsables des écarts de croissance des salaires. Étant donné que le coût du travail est un des déterminants importants de la compétitivité des entreprises françaises et allemandes, la dynamique des prix immobiliers pourrait être un des facteurs explicatifs de la détérioration de la compétitivité des entreprises françaises vis-à-vis de leurs concurrentes allemandes. Il n'est donc pas fortuit que la question de l'« inflation immobilière » ait suscité un intense débat et de fortes préoccupations en France [2].

Nous nous intéressons dans cette étude au mécanisme de transmission de la dynamique du coût du logement à la croissance salariale au travers de son impact sur le niveau général des prix. En effet, dès lors que le logement représente une part importante des dépenses des ménages, les variations du coût du logement sont susceptibles d'avoir un impact important sur le coût de la vie, qui peut notamment influencer les revendications salariales.

Pour analyser ces mécanismes, notre étude procède en trois temps. Nous présentons tout d'abord brièvement les canaux de l'impact des prix immobiliers sur les salaires, tels qu'identifiés par la littérature économique récente. Dans un deuxième temps, nous développons des indices des prix à la consommation tenant

Graphique 1 Salaire moyen par tête, valeurs nominales

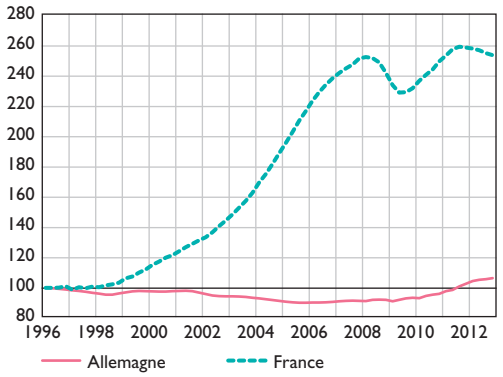
(indice 1996T1 = 100)



Sources : Insee (France), OCDE (Allemagne).

Graphique 2 Évolution du prix du logement ancien

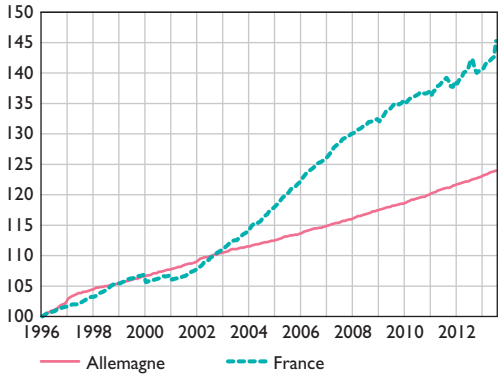
(indice 1996T1 = 100)



Sources : Insee (France), Deutsche Bundesbank (Allemagne).

Graphique 3 Évolution de la composante « loyers » de l'IPCH

(base 1996T1 = 100)



Sources : OCDE, Insee, Deutsche Bundesbank.

1 *Notre analyse se focalise sur l'évolution du coût du logement. Les données existantes suggèrent que les niveaux des prix du logement sont supérieurs en France, avec une différence de l'ordre de 30 %-40 % en 2012. Jusqu'en 2002, les prix moyens à l'achat étaient plus élevés en Allemagne. (Cf.* « House prices in France and Germany », *note interne DGEI-DCPM-DIACONJ de juillet 2013).*

2 *Par exemple, la loi des finances 2013 et la note CAE n° 2 «* Comment modérer les prix de l'immobilier ? » *rédigée par Alain Trannoy et Étienne Wasmer (février 2013).*

compte, de façon comparable, de l'évolution du prix du logement dans les deux pays, nous permettant de corriger certaines limites des indices traditionnels. Ce faisant, nous serons en mesure de mieux comprendre comment l'évolution des prix sur le marché immobilier affecte le pouvoir d'achat des ménages. Enfin, dans une troisième partie, nous utilisons ces indices des prix corrigés pour tenter de quantifier l'impact de la dynamique des prix du coût du logement sur la croissance des salaires entre les deux pays.

1| Marché de l'immobilier et salaires : principaux canaux identifiés par la littérature économique

La littérature économique a identifié différents mécanismes par lesquels l'évolution du marché de l'immobilier peut affecter le marché du travail en général, et l'évolution des salaires en particulier. Nous discutons ici ces mécanismes de façon simple et intuitive, en nous focalisant sur ceux qui peuvent permettre d'expliquer, au niveau macroéconomique, une relation entre salaires et coût du logement. Le lecteur intéressé par un approfondissement de ces mécanismes pourra consulter Bover *et al.* (1989). Un premier mécanisme passe par l'effet des augmentations du coût du logement sur le coût de la vie supporté par les ménages (*cost-of-living effect*). En effet, dès lors que le logement représente une part importante des dépenses des ménages, des chocs sur le marché de l'immobilier dans une région donnée, se traduisant par une augmentation des prix à l'achat ou à la location, ont un impact direct sur le niveau de vie des salariés (locataires ou propriétaires) et peuvent donc conduire à des demandes de salaires plus élevés. Une relation positive entre les prix de l'immobilier et les salaires a été démontrée par de nombreux travaux empiriques (voir références ci-dessous). Il est raisonnable de s'attendre à ce que cet effet soit d'autant plus présent lorsque le pouvoir syndical est fort et les salaires négociés collectivement.

Un deuxième mécanisme susceptible d'induire une relation positive entre prix de l'immobilier et salaires concerne les effets de richesse dont les ménages propriétaires bénéficient lorsque le prix de marché de leur logement augmente. Ces effets de richesse peuvent se traduire par une hausse de la consommation de ces ménages, qui peut s'analyser comme un choc de demande, induisant une hausse de la demande de travail et des effets potentiellement positifs sur l'évolution des salaires [3].

Un troisième mécanisme concerne les effets du coût du logement sur la structure des coûts de fonctionnement des entreprises (autres que les salaires). Des augmentations des coûts immobiliers dans une région donnée ont un effet négatif sur les profits des entreprises localisées dans la région en question, impactant négativement les salaires et l'emploi dans ces entreprises. Des chocs importants sur les prix immobiliers peuvent dissuader l'implantation des nouvelles entreprises et provoquer la migration des entreprises déjà présentes vers d'autres régions. Cet effet relatif aux coûts d'implantation se traduit par une relation négative entre prix de l'immobilier et salaires, contrebalançant les effets positifs mentionnés dans les paragraphes précédents [4].

L'ensemble de ces mécanismes est ainsi susceptible d'expliquer l'impact des évolutions du marché immobilier sur le marché du travail. Néanmoins, la causalité peut être inverse : les évolutions sur le marché du travail peuvent également affecter la dynamique du marché immobilier. En effet, si des chocs de productivité se traduisent par des augmentations de salaires et un excès de demande sur le marché immobilier, cette augmentation des salaires peut induire, au moins à court terme, des hausses des prix du logement. Des travaux réalisés dans le domaine de l'économie géographique suggèrent que la productivité est plus élevée dans les grandes agglomérations, ce qui expliquerait les décisions des entreprises de s'implanter en priorité dans les grandes villes, alors même que les coûts du logement et les salaires y sont plus élevés.

3 *Les travaux disponibles pour la France montrent que ces effets existent mais sont quantitativement faibles (Arrondel, Savignac et Tracol, à paraître ; Chauvin et Damette, 2010). Des études utilisant des données microéconomiques ont montré des effets de richesse positifs au Royaume-Uni (Campbell et Cocco, 2007) et de nombreuses études ont trouvé des effets positifs dans le cas des États-Unis, venant en appui du constat macroéconomique (cf. Gale et Sabelhaus, 1999).*

4 *Un quatrième mécanisme par lequel le marché de l'immobilier peut affecter le marché du travail, souvent évoqué dans la littérature, concerne la mobilité interrégionale des propriétaires. En effet, il a été montré que les propriétaires sont moins enclins à émigrer de leur zone de résidence face à des chocs négatifs sur l'emploi, ce qui engendrerait une relation positive entre la part des propriétaires occupant leur logement et le chômage structurel, et un impact négatif sur les salaires. Ainsi, Blanchflower et Oswald (2013) montrent que les augmentations des taux de propriétaires-occupants aux États-Unis sont corrélés avec des taux moindres de mobilité, de plus grandes durées de déplacement pour accéder au travail, et des taux plus faibles de création d'entreprise. Cf. également Oswald (1997, 1999).*

De ce fait, l'identification d'une relation de causalité allant du marché immobilier vers les salaires est une tâche empiriquement compliquée. Mais elle a pu toutefois être mise en évidence par plusieurs études. Par exemple, Bover *et al.* (1989), dans le cas du Royaume-Uni, montrent que les salaires sont affectés positivement par les prix de l'immobilier retardés d'un an. D'autres études réalisées sur les données anglaises ont trouvé des résultats similaires, mais au niveau régional cette fois-ci. Par exemple, Blackaby et Manning (1992) et Cameron et Muelbauer (2000) concluent que l'augmentation des prix de l'immobilier dans une région donnée induit une augmentation des salaires des travailleurs manuels. Des études similaires pour les États-Unis, comme par exemple Winters (2009), sur la base d'un test de la théorie du coût de la vie, identifient un effet positif des prix de l'immobilier sur les salaires au niveau régional. Ces dernières études ont recours à la méthodologie des variables instrumentales qui permet d'établir une causalité allant des prix de l'immobilier aux salaires.

Étant donnée la complexité de la relation entre marché du logement et salaires, la présente étude ne prétend pas démontrer un lien de causalité. Elle se donne pour objectif de fournir des éléments descriptifs sur le sujet, permettant une quantification (approximative) de ces éléments.

2| Marché de l'immobilier et niveau général des prix : des indices des prix corrigés

Prise en compte des services de logement différente selon les pays

L'indice des prix à la consommation (IPC) reflète l'évolution du niveau moyen des prix des biens et services consommés par les ménages, pondérés par leur part dans leur consommation moyenne. Les services de logement constituent une partie importante de la consommation de ménages, mais leur prise en compte est complexe, en particulier pour les ménages propriétaires de leur logement. Ces ménages consomment en effet des services de logement sans contrepartie monétaire – et donc ceux-ci ne sont pas directement mesurables.

La prise en compte des services de logement est traitée différemment selon les pays de la zone euro, ce qui crée des difficultés pour les comparaisons internationales. Par exemple, l'IPC français ne considère que les loyers effectifs, c'est-à-dire les dépenses effectivement réalisées par des locataires, et ne prend donc pas en compte les propriétaires-occupants. Or, la proportion de ces derniers est estimée à 58 % en 2010 [5]. Au contraire, l'IPC allemand impute des loyers fictifs aux propriétaires-occupants, sur la base des caractéristiques de leurs logements [6].

De même, l'indice harmonisé au niveau européen – l'IPCH – ne prend en considération que les loyers effectifs, pour aboutir à un indice comparable entre pays. Cette solution n'est pas satisfaisante, ce qui a conduit la Commission européenne à proposer un traitement harmonisé des propriétaires-occupants dans l'IPCH [7]. Les bases méthodologiques de ces nouveaux IPCH sont en cours de discussion, et le *Technical manual on owner-occupied housing* est en cours d'élaboration [8]. La date de mise en œuvre de ces indices reste toutefois encore indéterminée.

D'un point de vue pratique, l'omission des dépenses des propriétaires-occupants dans l'indice réduit le poids du poste logement, ayant pour conséquence une minoration de l'impact des prix de logement sur le niveau général des prix mesuré. Ce biais apparaît nettement lorsque l'on compare les IPC et IPCH allemands (ce dernier exclut les loyers imputés). Le tableau 1 donne les pondérations du poste « Loyers d'habitation » (04.1) pour les deux indices. La part de propriétaires-occupants est d'environ 44 % en Allemagne (source : réseau HFCN [9]), ce qui conduit à une pondération des dépenses de logement double de celle de l'IPCH. La taille du biais induit par l'omission des dépenses des propriétaires-occupants croît en

5 *Selon que les usufruitiers sont inclus ou non dans la définition, le pourcentage de ménages propriétaires est évalué à 58 % ou à 55 % en France en 2010. Pour cette étude, nous incluons les usufruitiers dans le groupe de propriétaires car ils bénéficient des services de logement sans une contrepartie monétaire. Sources :* Enquête Patrimoine 2010 *(Insee)* et Eurosystem Household Finance and Consumption Network *(2013).*

6 *Cf. Lecat (2003).*

7 *Cf. le règlement de la Commission européenne n° 93/2013 du 11/2/2013.*

8 *Eurostat (2012). La version de mars 2012 est disponible à l'adresse suivante :* http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/documents_meth/OOH_HPI/Detailed_Technical_Manual_on_Owner-Occupied_Housing-v2.pdf

9 *Cf.* Eurosystem Household Finance and Consumption Network *(2013).*

Tableau 1 Pondération des dépenses de logement dans l'IPC et l'IPCH allemands

(en ‰)

	2000	2005	2010
IPC	212	203	210
IPCH	115	109	104

Sources : Destatis et Eurostat.

proportion du nombre total des ménages que ces derniers représentent.

Deux méthodes pour traiter les services de logement sont proposées dans le manuel d'Eurostat : les *loyers imputés* et la méthode *des acquisitions nettes* [10]. Nous les commentons successivement en donnant leurs principales caractéristiques et nous fournissons des IPCH corrigés selon les deux méthodes. Ces estimations doivent être considérées comme approximatives, l'ensemble des données nécessaires à ce calcul n'étant pas disponibles. Nous travaillons à partir des IPCH pour aboutir à des séries comparables entre les deux pays. Étant donné leur proximité méthodologique, l'évolution de l'inflation mesurée par les deux types d'indices est presque identique dans les deux pays pendant la période en question [11].

Selon la méthode des loyers imputés

Cette méthode consiste à imputer des loyers fictifs aux ménages propriétaires-occupants de leur logement. Les loyers fictifs sont calculés sur la base des loyers payés pour des logements similaires, sous l'hypothèse que ceux-ci sont une bonne mesure du coût d'opportunité d'habiter son propre logement. En d'autres termes, le ménage est considéré comme se versant un loyer à lui-même. Un point faible de cette méthode est qu'elle se base sur des valeurs imputées et non pas sur les prix de transactions effectives.

Nous utilisons la part des foyers propriétaires-occupants pour corriger les pondérations associées aux services de logement (cette part était de 58 % en France et de 44 % en Allemagne en 2010 – sources : Insee et enquête HFCN). Nous utilisons également les loyers imputés fournis par les comptes de consommation des ménages de la Comptabilité nationale (« poids CN »).

Tableau 2 Évolution des pondérations selon la méthode des loyers imputés

(en ‰)

	France		
	Poids originaux	Poids corrigés CN	Poids corrigés taux propriétaires
1996	141	315	253
1997	145	322	258
1998	147	327	262
1999	154	348	279
2000	151	340	271
2001	146	330	258
2002	140	323	250
2003	143	329	256
2004	144	335	260
2005	145	335	261
2006	147	338	263
2007	148	341	267
2008	146	341	265
2009	147	344	266
2010	150	348	271
2011	155	352	275
2012	158	352	276

	Allemagne	
	Poids originaux	Poids corrigés taux propriétaires
1996	213	324
1997	215	327
1998	216	328
1999	216	328
2000	217	350
2001	217	347
2002	216	346
2003	216	346
2004	218	347
2005	218	346
2006	224	350
2007	227	351
2008	231	352
2009	236	356
2010	230	351
2011	233	353
2012	239	359

Sources : Insee, Destatis, calculs de l'auteur.

10 Une troisième méthode est celle du « paiements ». Selon cette méthode, il faut inclure toutes les dépenses monétaires réalisées par les ménages lors de l'achat d'un logement., notamment les intérêts et les remboursements en capital des prêts immobiliers. Ces dernières peuvent difficilement être considérées comme des dépenses de consommation, raison pour laquelle Eurostat ne recommande pas cette méthode.

11 L'aide au logement (APL,ALF,ALS) réduit le coût du logement « net », défini comme le prix payé après déduction des remboursements pris en charge par l'État. Les allocations logement sont considérées comme des revenus (tout comme par exemple les bourses scolaires) et ne sont pas déduites des prix (aussi bien dans l'IPC que dans l'IPCH, cf. Barret et al., *2003). Dans la mesure où ces prestations sociales sont plus importantes en France qu'en Allemagne, elles ont pour effet une réduction de l'écart du coût du logement dans les deux pays qui ne sera pas capturée par les indices de prix.*

Tableau 3 Résultats obtenus avec la méthode des loyers imputés

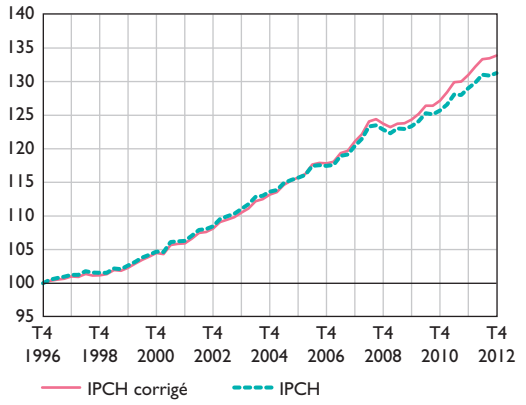
(en %)

1996T4 – 2012T4	France (base 2005 T4 =100)			Allemagne (base 2005 T4 =100)	
	IPCH	IPCH corrigé		IPCH	IPCH corrigé
		Poids CN	Poids taux propriétaires		Poids taux propriétaires
Inflation cumulée	31,27	35,33	33,88	28,65	29,41
Inflation trimestrielle moyenne	0,43	0,48	0,46	0,39	0,40
Inflation annuelle moyenne	1,72	1,91	1,84	1,59	1,63

Sources : Insee, calculs de l'auteur.

Graphique 4 IPCH France corrigé selon la méthode des loyers imputés (poids taux propriétaires)

(indice 1996 T4 = 100)



Sources : Insee, calculs de l'auteur.

Les loyers imputés des propriétaires-occupants sont évalués sur la base de loyers quittancés pour des logements similaires dans le parc locatif privé. Ils sont assimilés à des loyers du secteur libre [12].

Pour la France, ces pondérations ajustées sont jusqu'à deux fois plus grandes que celles d'origine. Elles ont augmenté de 12 points au cours de la période analysée. L'évolution trimestrielle des IPCH est présentée dans le tableau A2 de l'annexe, ainsi que les formules utilisées et leur dérivation [13].

Il apparaît alors que l'inflation cumulée pendant la période 1996-2012 en France, telle que mesurée par les indices corrigés selon la méthode de calcul (cf. tableau 3) est jusqu'à 4 points supérieure à la mesure initiale. La différence entre l'indice corrigé et l'IPCH devient très significative à partir de 2005 (cf. graphique 4). Pour l'Allemagne, la différence est seulement de 1 point.

Une façon alternative de mesurer le coût de la vie est fournie par les déflateurs de la consommation, qui incluent en effet les loyers imputés. L'inflation cumulée, mesurée par la croissance des déflateurs de la consommation, a été de 26 points en France (contre 22 points en Allemagne). Le différentiel France-Allemagne est de 4,45 points, très proche de celui obtenu par la méthode des loyers imputés (4,47).

Selon la méthode des acquisitions nettes

La méthode des acquisitions nettes traite le logement comme un bien durable et se base sur les mêmes principes appliqués à d'autres biens durables, notamment les véhicules. Plus proche du concept économique de logement, cette approche a la faveur d'Eurostat (elle est recommandée par le *Technical manual on owner-occupied housing*) [14]. Selon ces principes, les dépenses liées à l'acquisition du logement sont calculées à la valeur de marché du bien immobilier, et imputées entièrement au moment de l'acquisition. L'avantage principal de cette méthode est qu'elle tient compte des changements des prix des transactions effectuées, en cohérence avec les principes appliqués aux autres composantes des indices des prix à la consommation.

Cette méthode requiert l'inclusion d'une composante additionnelle prenant en compte les dépenses liées à l'acquisition des logements. Comme le préconise Eurostat (2012), nous utilisons le rapport entre les dépenses

12 *Ils excluent donc les loyers payés dans le parc social (HLM). Les loyers imputés sont déflatés par l'indice de loyer du secteur libre en moyenne annuelle de l'enquête « Loyers et charges ». Cet indice incorpore les taxes, notamment le droit au bail (sauf exception, les loyers ne sont pas assujettis à la TVA). Cf.* Note méthodologique sur la révision des loyers dans le compte satellite du logement et les comptes nationaux, *CGDD/SOeS, Références, Comptes du logement, Premiers résultats 2010 et compte 2009 mars 2011.*

13 *Une méthode alternative qui transpose les poids du logement dans l'IPC allemand à l'IPCH français a également été développée, que nous ne reportons pas ici par souci de brièveté. Les résultats obtenus sont similaires à ceux présentés.*

14 *La publication d'un indice des prix spécifique aux propriétaires-occupants est prévue pour septembre 2014. La Commission européenne s'est fixé un délai de cinq ans à partir de septembre 2014 pour la préparation d'un rapport analysant l'utilité de ces indices pour l'application de la méthode d'acquisitions sur les IPCH (Règlement de la Commission 93/2013 du 11/2/2013).*

en logement des ménages et les dépenses en loyer pour calculer les pondérations de cette composante [15], à partir des données des comptes nationaux (cf. les détails de leur construction en annexe [16]).

La prise en compte des dépenses effectuées lors de l'achat de logement dans les indices des prix à la consommation entraîne une complication additionnelle par rapport aux autres biens de consommation durable. En effet, l'achat d'un bien immobilier constitue à la fois une décision de consommation des services de logement et une décision d'investissement. En d'autres termes, le logement est à la fois un bien de consommation et un actif. Or, seules les dépenses liées à la consommation doivent contribuer au calcul d'un indice de prix à la consommation. Un logement est composé d'une structure bâtie sur un terrain. Une solution possible à ce problème, retenue ici, consiste à considérer que le prix du terrain représente la part de l'investissement, et le coût de la structure reflète la composante consommation [17].

En pratique, il est toutefois compliqué de distinguer ces deux aspects, les indices des prix du logement ne distinguant pas le prix du terrain et le prix de la structure. Compte tenu de cette difficulté, nous avons utilisé alternativement des indices de prix de logement (qui incluent la valeur des terrains) et des indices de l'évolution du coût de la construction (qui ne tiennent pas compte de la valeur des terrains). Les résultats obtenus peuvent être interprétés comme des bornes maximales et minimales respectivement. Les séries ainsi obtenues sont fournies dans l'annexe.

Tableau 4 Évolution des pondérations selon la méthode des acquisitions nettes

(en ‰)

	France		Allemagne	
	Poids originaux	Poids corrigés	Poids originaux	Poids corrigés
1996	141	247	213	338
1997	145	254	215	337
1998	147	258	216	339
1999	154	279	216	337
2000	151	272	217	341
2001	146	263	217	327
2002	140	256	216	314
2003	143	262	216	314
2004	144	269	218	313
2005	145	272	218	310
2006	147	281	224	319
2007	148	289	227	325
2008	146	288	231	323
2009	147	271	236	320
2010	150	274	230	318
2011	155	283	233	327
2012	158	282	239	330

Sources : Insee, Destatis, calculs de l'auteur.

Tableau 5 Résultats obtenus avec la méthode des acquisitions nettes

(base 2005T4 = 100)

	Inflation cumulée	Inflation trimestrielle moyenne	Inflation annuelle moyenne
France			
IPCH	31,27	0,43	1,72
IPCH corrigé			
Anciens logements	40,02	0,53	2,13
Nouveaux logements	38,62	0,51	2,07
Coût de construction	34,65	2,07	1,88
Indice des prix du logement utilisé			
Anciens logements	150,81	1,45	6,09
Nouveaux logements	56,83	0,73	2,88
Coût de construction	101,95	1,13	4,55
Allemagne			
IPCH	28,65	0,39	1,59
IPCH corrigé			
Anciens logements	23,23	0,32	1,32
Coût de construction	26,00	0,35	1,46
Indice des prix du logement utilisé			
Anciens logements	7,57	0,11	0,48
Coût de construction	22,40	0,31	1,29

Sources : Insee, Destatis, calculs de l'auteur.

15 L'indice de prix spécifique pour les propriétaires-occupants inclurait, outre la valeur du bien, les frais d'acquisition, de réparation, de manutention et d'assurance. Le site d'Eurostat fournit des détails sur ces indices.

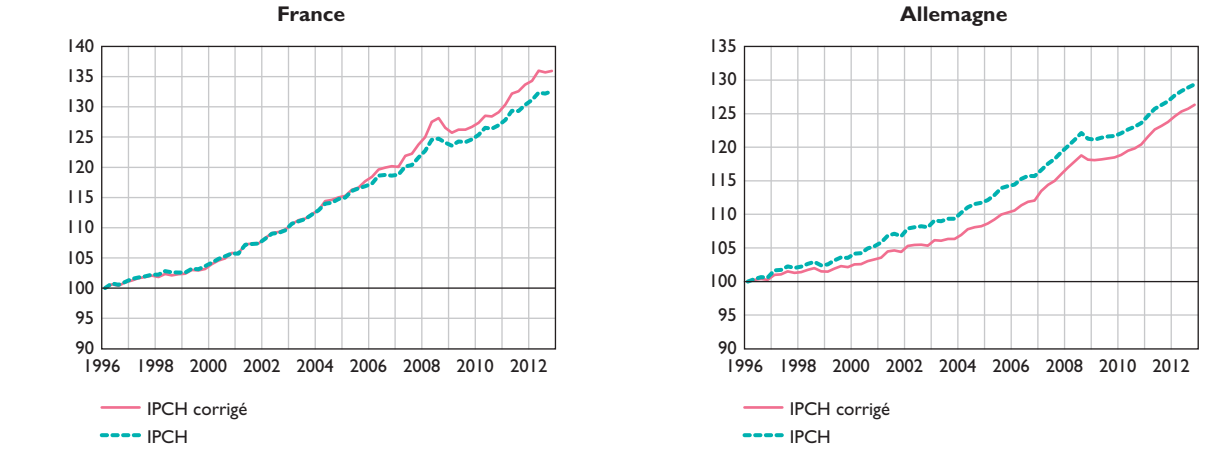
16 Comme dans le cas des autres biens durables, les pondérations doivent être calculées en utilisant les dépenses nettes de ménages (achats moins ventes entre ménages). Les ventes des ménages sont en effet considérées comme des dépenses « négatives », qui réduisent les poids (Cf. ILO, FMI, OCDE, Eurostat, Nations unies, Banque mondiale, 2004).

17 Cf. ILO, FMI, OCDE, Eurostat, Nations unies, Banque mondiale (2004).

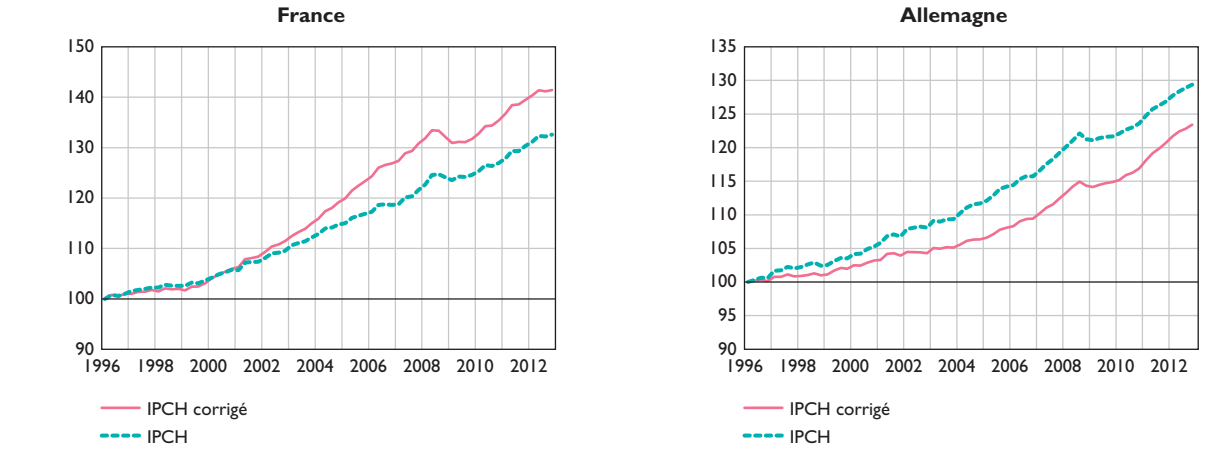
Graphique 5 IPCH corrigé selon la méthode des acquisitions nettes

(indice 1996T1 = 100)

a) Indice de coût de la construction



b) Indice des prix des logements anciens



Sources : Insee (France), Deutsche Bundesbank (Allemagne) et calculs de l'auteur.

Nous présentons l'évolution des pondérations dans le tableau 4 et l'évolution de ces indices dans le tableau 5.

Les résultats sont qualitativement similaires à ceux obtenus par la méthode des loyers imputés, mais quantitativement plus importants. En raison de l'augmentation très rapide des prix du logement en France sur la période considérée, l'utilisation de ces prix par la méthode des acquisitions nettes conduit à des corrections des prix plus prononcées [18]. Dans le cas de la France, les IPCH ainsi corrigés (colonne 2 du tableau 5) montrent une inflation cumulée jusqu'à 10 points supérieure à celle mesurée par l'IPCH non corrigé. La correction affecte l'inflation mesurée pour l'Allemagne en sens inverse : compte tenu de la faible augmentation des prix de l'immobilier, l'IPCH corrigé évolue plus lentement que celui non corrigé. Les différences sont moins marquées lorsqu'on utilise les indices de coût de la construction, mais néanmoins plus importantes que celles obtenues avec la méthode des loyers imputés [19].

18 Le manuel d'Eurostat préconise l'utilisation des indices des prix des logements nouveaux, car ils excluent les transactions entre les ménages. Nous utilisons des indices des prix des logements anciens car ils sont disponibles sur une période plus longue pour les deux pays. Les calculs réalisés avec les indices des prix des logements nouveaux pour la France donnent des résultats similaires.

19 Pendant la période 1996T4-2012T4, le coût de la construction a augmenté de 57 % en France et de 22 % en Allemagne. Les raisons souvent évoquées concernent la multiplication de normes qui règlement l'activité en France pendant la période récente, ainsi que le possible manque de concurrence dans le secteur (A. Trannoy et E. Wasmer, note CAE n° 02 « Comment modérer les prix de l'immobilier ? » de février 2013).

3| Évolution du coût du logement et des salaires en France et en Allemagne

Nous étudions à présent la relation entre l'évolution du coût du logement en France et en Allemagne et celle des rémunérations salariales entre les deux pays (cf. encadré).

Les résultats sont présentés dans le tableau 6. Pendant la période allant du dernier trimestre de 1996 jusqu'au dernier trimestre de 2012, la différence cumulée des taux de croissance des salaires entre la France et l'Allemagne a été de 25,64 points de pourcentage : $\frac{\Delta w_{FRt}}{w_{FRt}} - \frac{\Delta w_{ALLt}}{w_{ALLt}} = 25{,}64$. En supposant des élasticités unitaires $a_{ALL} = a_{FR} = 1$, la différence cumulée des taux de croissance des IPCH (non-corrigés) a été de 2,61 points de pourcentage : $\frac{\Delta IPC_{FRt}}{IPC_{FRt}} - \frac{\Delta IPC_{ALLt}}{IPC_{ALLt}} = 2{,}61$.

Ceci représente à peine 10 % de l'écart des salaires. La part expliqué par le niveau de prix passe à 18 % avec l'IPCH corrigé selon la méthode des loyers imputés.

Lorsqu'on considère les IPCH corrigés par la méthode des acquisitions nettes, on observe que ces indices expliquent une part plus élevée de l'évolution différentielle des salaires : 34 % en considérant l'indice du coût de la construction, contre 65 % en s'appuyant sur l'indice des prix des logements anciens. L'inclusion des prix des logements dans les indices de prix se traduit par une différence plus marquée des dynamiques des prix entre les deux pays. Néanmoins, comme nous l'avons souligné, ces estimations surestiment l'impact des prix immobiliers du fait de l'incorporation dans ces indices de la dimension d'investissement associée à l'achat de logements. Elles doivent donc être interprétées comme une borne maximale. Les colonnes du milieu et de droite montrent les résultats obtenus pour les différentes valeurs des coefficients d'indexation. On remarque que des différences plus grandes entre ces coefficients accentuent les effets étudiés [20].

Tableau 6 Écart cumulé des taux de croissance des salaires France-Allemagne sur la période 1996T4-2012T4

	Part expliquée par l'IPCH, en retenant les coefficients d'indexation suivants :					
Coefficient d'indexation • France • Allemagne	1,00 1,00		0,60 0,20		0,50 0,33	
	en points de pourcentage	en %	en points de pourcentage	en %	en points de pourcentage	en %
IPCH non-corrigé	2,61	10	13,03	51	6,18	24
IPCH corrigé (taux propriétaires)	5,05	20	14,80	58	7,53	29
IPCH corrigé (indice du coût de la construction)	8,65	34	15,59	61	8,75	34
IPCH corrigé (indice des prix logements anciens)	16,79	65	19,37	76	12,34	48

Note : Le tableau présente des simulations obtenues à partir de l'équation (2) (cf.encadré). L'effet total est donné par l'effet cumulé pendant la période allant du dernier trimestre 1996 au dernier trimestre 2012. Les IPCH corrigés suivent les méthodes développés dans la section 3.
Source : Calculs de l'auteur.

20 *Une partie importante des dépenses liées au logement concerne les dépenses d'énergie. Le coût de l'énergie a augmenté beaucoup plus rapidement en Allemagne pendant la période : le poste « Électricité, gaz et autres combustibles » a connu une augmentation de 32 % en Allemagne et de 12 % en France. Les dépenses énergétiques sont comprises dans les IPCH originaux. Elles affectent l'évolution tant des IPCH originaux que des IPCH corrigés. La différence entre les lignes du tableau 6 est donnée par la variation additionnelle expliquée par l'incorporation des dépenses en services de logement par les propriétaires-occupants.*

ENCADRÉ

Modèle utilisé pour l'étude de la relation entre l'évolution du coût du logement et celle des rémunérations salariales

Nous adoptons un modèle standard de la littérature économique en faisant l'hypothèse que les salaires dans chaque pays sont affectés par le niveau des prix :

$$\frac{\Delta w_t}{w_t} = a\,\frac{\Delta IPC_t}{IPC_t} + \mu_t \qquad (1)$$

où w_t représente la rémunération par tête, IPC_t représente le niveau général des prix et le terme μ_t inclut les autres variables affectant le salaire par tête au niveau macroéconomique (productivité, chômage, etc.). L'opérateur Δ indique une différence première. Les variables sont donc exprimées en termes de taux de croissance. Le paramètre a est un coefficient d'indexation, en pratique une élasticité : il mesure l'impact de la variation du niveau de prix sur la variation des salaires (par exemple, une élasticité unitaire correspond à une indexation totale, ce qui signifie qu'une augmentation de 10 % des prix induirait une augmentation de 10 % des salaires). Nous pouvons exprimer le différentiel des taux de croissance des salaires en France et en Allemagne en fonction du différentiel des taux de croissance des prix, pondérée par le coefficient d'indexation, de la façon suivante :

$$\frac{\Delta w_{FRt}}{w_{FRt}} - \frac{\Delta w_{ALLt}}{w_{ALLt}} = \left(a_{FR}\,\frac{\Delta IPC_{FRt}}{IPC_{FRt}} - a_{ALL}\,\frac{\Delta IPC_{ALLt}}{IPC_{ALLt}}\right) + \left(\mu_{FRt} - \mu_{ALLt}\right) \qquad (2)$$

Le premier terme représente l'impact de l'évolution du niveau général des prix sur les salaires. Le deuxième représente l'évolution différentielle des variables telles que la productivité ou le chômage. Dans notre cadre théorique, ces derniers sont traités comme un résidu statistique (c'est-à-dire, dans la partie de la variation de salaires qui n'est pas expliquée par le niveau de prix).

Cet exercice nous permet de quantifier l'impact de l'évolution différentielle des prix sur l'évolution différentielle des salaires. Nous allons utiliser les différents indices que nous avons construits et comparer les résultats obtenus avec les indices sans correction, ce qui nous permettra d'avoir une idée des biais induits par la non-inclusion des propriétaires-occupants dans la construction de l'indice des prix. Les résultats obtenus nous fournissent des ordres de grandeurs approximatifs.

Pour mener à bien cet exercice, nous devons choisir des valeurs pour les coefficients d'indexation a_{FR} et a_{ALL}. Notre modèle de base utilise des élasticités unitaires, c'est-à-dire $a_{FR} = a_{ALL} = 1$, ce qui correspond à une élasticité de long terme. Néanmoins, pour mieux comprendre le rôle de l'indexation, nous utilisons également des élasticités de moyen terme, qui correspondent à une période d'un an. Pour fixer la valeur de ces paramètres, nous nous appuyons sur les résultats obtenus par des études existantes analysant le rapport entre le niveau général des prix et les salaires dans les deux pays. Dans le cas de la France, il existe de nombreuses études qui mettent en évidence une relation statistique entre niveau général des prix et salaires par tête. Par exemple, Cette, Chouard et Verdugo (2012), sur la base de données trimestrielles, obtiennent un coefficient d'indexation (cumulé sur un an) de 60 % pour la période 1982-2009 (le niveau d'indexation étant sensiblement réduit à partir de 1982 ; voir aussi Desplatz, Jamet, Passeron et Romans, 2003). Dans l'annexe, nous répliquons cette étude en utilisant des données pour la période 1982-2012, et nous trouvons des résultats similaires, c'est-à-dire une élasticité de 0,57. Ceci nous amène à choisir comme référence une valeur de 0,6 pour a_{FR}.

Les études sur l'indexation des salaires sur les prix en Allemagne sont moins nombreuses [1], mais les études réalisées par Peeters et den Riejer (2008, 2014) en fournissent une évaluation. Les auteurs estiment une équation des salaires sous une forme structurelle, qui donne des élasticités des salaires aux prix d'environ 0,2. Nous prenons cette valeur comme valeur de référence pour a_{ALL}.

Nous avons également recours à des élasticités dérivées des estimations des équations des salaires des modèles macroéconomiques. Pour l'Allemagne, l'estimation du bloc allemand du modèle de la BCE fournit une valeur de 0,33. Dans le cas de la France, le modèle MASCOTTE fournit une valeur de 0,5. Nous utilisons ces deux valeurs également [2].

1 *Dans le cas de l'Allemagne, l'estimation d'une équation des salaires (équivalente à celle présentée dans l'annexe pour la France) est rendue difficile par l'indisponibilité des séries trimestrielles longues, permettant d'estimer les relations de long terme, ainsi que pour le changement de régime qui est susceptible d'avoir eu lieu suite aux politiques de modération salariale appliquées dans la première moitié des années deux mille.*

2 *Cf. Vetlov (I.) et Warmedinger (T.) (2006).*

4| Conclusion

La compétitivité de l'économie française, dont la rémunération salariale est un élément décisif, est au cœur des préoccupations des pouvoirs publics et suscite un intense débat en France. Les dernières années ont montré des dynamiques fortement contrastées des rémunérations salariales en France et en Allemagne. Le coût du logement, qui a connu une forte augmentation en France contrairement à la relative stagnation observée en Allemagne, est une raison souvent évoquée pour expliquer les écarts d'évolution des salaires. Par son impact sur le coût de la vie et le pouvoir d'achat des ménages, le coût du logement peut notamment créer des tensions salariales. Nous avons dans cet article testé cette hypothèse, en construisant des indices de prix à la consommation qui intègrent de façon plus large que les indices standards l'évolution des dépenses et des prix du logement. Sur cette base, il apparaît que les évolutions des prix immobiliers sont un déterminant important de l'évolution différentielle des salaires en France et en Allemagne. Dans la réflexion en cours sur les politiques économiques visant à renforcer la compétitivité de la France, cet article confirme l'importance qui doit être accordée à la politique du logement.

Bibliographie

Arrondel (L.), Savignac (F.) et Tracol (K.) (à paraître)
« *Wealth and consumption : French households in the crisis* », *International Journal of Central Banking*.

Barret (C.), Bonotaux (J.) et Magnien (F.) (2003)
« La mesure des prix dans les domaines de la santé et de l'action sociale : quelques problèmes méthodologiques », *Économie et Statistique*, n° 361.

Blackaby (D.) et Manning (A.) (1992)
« *Regional earnings and unemployment – A simultaneous approach* », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 54, p. 481-501.

Blanchflower (D.) et Oswald (A.) (2013)
« *Does high home-ownership impair the labor market?* », *Working Paper Series* WP13-3, *Peterson Institute for International Economics*.

Bover (O.), Muellbauer (J.) et Murphy (A.) (1989)
« *Housing, wages and UK labour markets* », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 51 (2), 97-136.

Cameron (G.) et Muellbauer (J.) (2000)
« *Earnings, unemployment, and housing: evidence from a panel of British regions*» CEPR Discussion Papers 2404.

Campbell (J.) et Cocco (J.) (2007)
« *How do house prices affect consumption? Evidence from micro data* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 54(3), p. 591-621.

Cette (G.), Chouard (V.) et Verdugo(G.) (2012)
« Les effets du SMIC sur le salaire moyen », *Économie et Statistique*, n° 448-449.

Chauvin (V.) et Damette (O.) (2010)
« Effets de richesse : le cas français », *Économie et Statistique*, n° 438-440.

Desplatz (R.), Jamet (S.), Passeron (V.) et Romans (F.) (2003)
« La modération salariale en France depuis le début des années 1980 », *Économie et Statistique*, n° 367.

Eurostat (2012)
« *Detailed technical manual on owner-occupied housing for harmonised index of consumer prices* ».

Eurosystem household finance and consumption network (2013)
« *The Eurosystem household finance and consumption survey* », *ECB Statistics Paper Series,* n° 2.

Gale (W.) et Sabelhaus (J.) (1999)
« *Perspectives on the household saving rate* », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, (1999), p. 181-224.

ILO, FMI, OCDE, Eurostat, Nations unies, Banque mondiale (2004)
« *Consumer price index manual: theory and practice* », Genève.

Lecat (R.) (2003)
« La prise en compte des services de logement dans l'indice des prix à la consommation : une comparaison internationale », *Bulletin de la Banque de France,* n° 115.

Oswald (A.) (1997)
« *Thoughts on NAIRU* », *Journal of Economic Perspectives*, Correspondence, 227-228.

Oswald (A.) (1999)
« *The housing market and Europe's unemployment: a non-technical paper* », *mimeo*.

Peeters (M.) et den Reijer (A.) (2008)
« *On wage formation, wage development and flexibility: a comparison between european countries and the United States* », Applied Econometrics and International Development, *Euro-American Association of Economic Development*, vol. 8(1), p. 59-74.

Peeters (M.) et den Reijer (A.) (2014)
« *Coordination versus flexibility in wage formation: A focus on the nominal wage impact of productivity in Germany, Greece, Ireland, Portugal, Spain and the United States* », Applied Economics, vol. 46(7), p. 698-714.

Vetlov (I.) et Warmedinger (T.) (2006)
« *The German block of the ECB model* », *ECB Working Paper series*, n° 654.

Winters (J.) (2009)
« *Wages and prices: are workers fully compensated for cost of living differences?* », *Regional Science and Urban Economics*, septembre, 39(5), p. 632-643.

Annexe

1 | Construction des indices corrigés : formules

Méthode des loyers imputés

On utilise les dépenses des locataires pour calculer les dépenses imputées des propriétaires, en supposant que la structure des loyers pour les propriétaires et pour les locataires est la même.

On observe une pondération de X dans l'IPC non-corrigé, qui est calculée uniquement à partir des dépenses des locataires, et est égale à : X = *dépenses totales* x *part de locataires*
où dépenses totales = dépenses locataires + dépenses propriétaires.

On peut donc estimer les dépenses totales à partir de la formule suivante : *dépenses totales = X/part de locataires*.

Pour obtenir la valeur agrégée des indices corrigés, nous recalculons les poids des dépenses associées à chaque poste, en prenant en compte l'augmentation du poste logement, pour ensuite appliquer l'évolution de la valeur de l'indice associée à chaque poste.

Les corrections « comptabilité nationale » utilisent le ratio entre les dépenses en loyers effectifs et les loyers imputés obtenus des données de consommation finale des ménages des comptes nationaux, selon la formule suivante : *pondération corrigée = pondération originale + pondération originale* x *(loyers imputés /loyers effectifs)*

Méthode des acquisitions

Nous suivons la méthode proposée par Eurostat (2012, p. 36). Le poids de l'item acquisitions de logement p_{AQC} est défini selon la formule suivante :

$$P_{AQC} = \frac{IMAQC}{DMLY} * P_{LOY}$$

où *IMAQ* est l'investissement des ménages en nouveaux logement et *DMLY* sont les dépenses en loyers des ménages. On utilise l'investissement des ménages (secteur institutionnel S. 14 + S. 15) en capital fixe (poste P. 51) pour approximer *IMAQ*. Ces données proviennent de la comptabilité nationale. p_{LOY} est le prix des logements, mesuré avec les prix des logements à l'achat (ancien ou nouveaux) ou avec l'indice du coût de la construction.

Pour obtenir la valeur agrégée des indices corrigés, nous recalculons les poids des dépenses associées à chaque poste, en prenant en compte ce nouveau poste, pour ensuite appliquer l'évolution de la valeur de l'indice associée à chaque poste.

2 | Source des données utilisées

Détails sur les indices des prix des logements

France
• Ancien : indice trimestriel des prix des logements anciens – France métropolitaine – Ensemble – Série CVS – Insee.

• Nouveaux : enquête commercialisation logements neufs (ECLN), prix des appartements – France entière – Commissariat général au Développement durable.

• Indice de coût de la construction : indice des prix de la construction neuve à usage d'habitation – Base 2010 – Insee.

Allemagne
• Indice des prix des logements – appartements occupés par leurs propriétaires dans sept villes – Deutsche Bundesbank – Diffusé par l'OCDE, publication « *House Prices Indexes* ».

• Indice de coût de la construction : Baupreisindizes: Deutschland, Berichtsmonat im Quartal – Destatis. Ce sont des indices Laspeyres hédoniques couvrant le territoire allemand.

Détails sur les indices des prix harmonisés

Nous utilisons des séries mensuelles des IPCH disponibles sur le site d'Eurostat, que l'on agrège au niveau trimestriel. Les séries des IPCH agrégés sont corrigées des variations saisonnières.

Détails sur les données utilisées dans l'équation de salaires

Les données proviennent des comptes nationaux. La mesure des salaires est un salaire moyen par tête intégrant toutes les composantes de la rémunération salariale. La productivité du travail, le chômage et la durée du travail sont calculés au niveau de l'ensemble de l'économie et disponible dans les perspectives économiques de l'OCDE. Les séries utilisées ont été corrigées des variations saisonnières par les organismes producteurs des ces données.

3| Indexation salariale en France

Nous présentons des estimations des coefficients d'indexation pour le cas de la France. Ces coefficients sont obtenus grâce à l'estimation des équations de salaire, c'est-à-dire des relations entre le salaire moyen par tête dans l'économie et des variables explicatives que la théorie économique a identifiées comme ayant un effet sur les salaires. Nous répliquons ici un des modèles retenus par Cette, Chouard et Verdugo (2011), que nous estimons avec les données les plus récentes (1970-2012). Ce modèle adopte une relation linéaire entre les salaires et ces variables et autorise un effet autorégressif de la variable dépendante :

$$\Delta w_t = a + \sum_{j=1}^{3} \gamma_j \Delta w_{t-j} + \sum_{j=0}^{3} a_j \Delta IPC_{t-j} + \beta_1 chômage_t + \beta_2 \Delta\, chômage_t + \varphi \Delta\, productivité_t + \partial \Delta\, durée_t + TRIM + \mu_t$$

où w est le salaire moyen par tête, *IPC,* l'indice des prix à la consommation, *chômage*, le taux de chômage, *productivité,* la productivité du travail, Δ *durée*$_t$ la croissance de la durée du travail. *TRIM* sont des variables dichotomiques qui prennent en compte des spécificités trimestrielles récurrentes dans les évolutions des salaires. μ_t est un terme d'erreur. Les variables sont exprimées en logarithme (à l'exception du taux de chômage) et transformées en différences premières : pour la variable x, la différence première est définie par $\Delta x_t = x_t - x_{(t-1)}$. Nous autorisons un impact dynamique des variations de prix, en incluant trois retards des variations de prix [1]. Les résultats obtenus sont utilisés pour calculer une élasticité de long terme des salaires par rapport au niveau général des prix, définie par :

$$\varepsilon = \frac{\sum_{j=0}^{3} a_j}{1 - \sum_{j=1}^{3} \gamma_j}$$

1 Nous l'avons expérimenté avec des spécifications incluant des retards de la variable dépendante et de toutes les variables explicatives, obtenant des résultats similaires à ceux présentés.

Les résultats sont donnés dans le tableau A1. La colonne 1 donne les résultats sur la période 1970-2012, et la colonne 2 pour 1982-2012. Les élasticités de long terme sont respectivement de 0,75 et 0,57. Nos estimations confirment une désindexation progressive en France à partir de 1982. Ces résultats sont en phase avec d'autres travaux, et corroborent le choix de paramètres effectué dans la section 4.

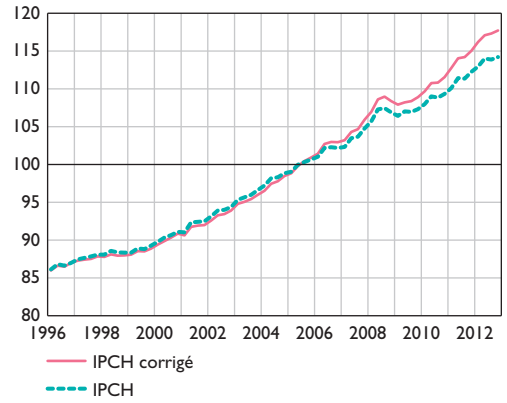
Tableau A1 Équations de salaires en France

	1970-2012	1982-2012		1970-2012	1982-2012
	1	2		1	2
d_salaire_(t-1)	0.476***	0.456***	d_chômage	- 0.158	- 0.155*
	(0.078)	(0.085)		(0.113)	(0.091)
d_salaire_(t-2)	- 0.151*	- 0.094	d_productivité	0.113**	0.206***
	(0.085)	(0.093)		(0.049)	(0.052)
d_salaire_(t-3)	0.037	- 0.023	d_durée	- 0.003	- 0.045
	(0.068)	(0.075)		(0.055)	(0.057)
d_ipc_t	0.226***	0.152**	T==2	- 0.000	- 0.000
	(0.055)	(0.061)		(0.001)	(0.001)
d_ipc_(t-1)	0.237***	0.133**	T==3	- 0.001	0.000
	(0.062)	(0.066)		(0.001)	(0.001)
d_ipc_(t-2)	0.006	0.040	T==4	0.001	0.001
	(0.064)	(0.065)		(0.001)	(0.001)
d_ipc_(t-3)	0.012	0.053	constante	0.012***	0.010***
	(0.062)	(0.062)		(0.002)	(0.003)
chômage	- 0.110***	- 0.085***	Nombre		
	(0.021)	(0.026)	d'observations	169	125
			R2	0.976	0.956

*Les nombres entre parenthèses correspondent aux écarts-types des coefficients estimés. ***, ** et * à côté d'un coefficient indiquent que ce dernier est significatif au seuil respectif de 1 %, 5 % et 10 %. w est le salaire moyen par tête, IPC est l'indice des prix à la consommation, chomage est le taux de chômage, Productivité représente la productivité du travail, durée la croissance de la durée du travail, et TRIM sont des variables dichotomiques qui prennent en compte des spécificités trimestrielles récurrentes dans les évolutions des salaires. Les variables précédés par « d_ » indique une différenciation première, et l'expression entre parenthèses (t-x) signifie le nombre x des retards.*
Source : Calculs de l'auteur.

IPCH France, corrigé poids CN
Loyers imputés

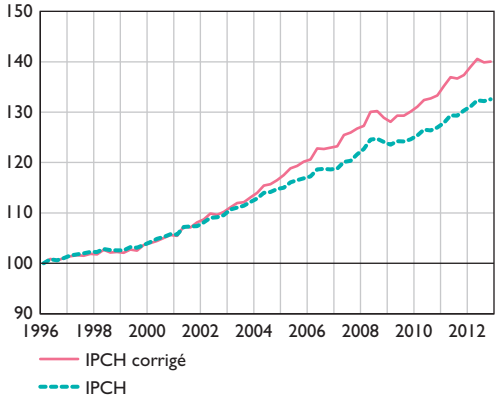
(indice 1996T1 = 100)



Sources : Insee, Destatis, calculs de l'auteur.

IPCH France, corrigé méthode acquisitions
Nouveaux appartements

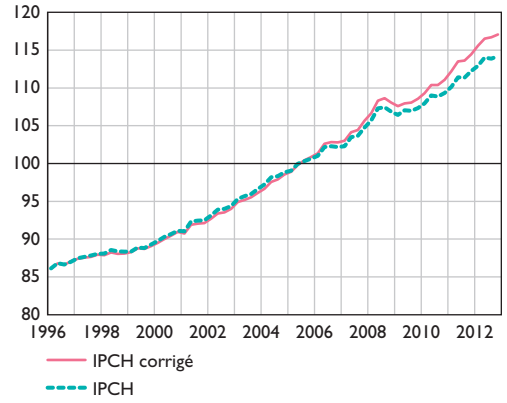
(indice 1996T1 = 100)



Sources : Insee, Destatis, calculs de l'auteur.

IPCH France, corrigé poids Allemagne
Loyers

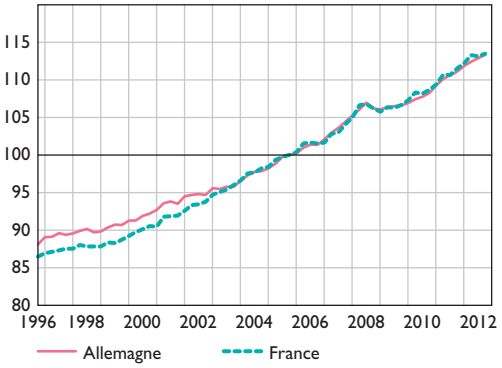
(indice 1996T1 = 100)



Sources : Insee, Destatis, calculs de l'auteur.

Évolution des IPCH français et allemands

(base 2005T4 = 100)



Sources : Insee, Destatis, calculs de l'auteur.

Tableau A2 Évolution des IPCH corrigés selon la méthode des loyers imputés

(base 2005T4 = 100)

		France			Allemagne	
		IPCH	IPCH corrigé		IPCH	IPCH corrigé
			Poids CN	Poids taux propriétaires		Poids taux propriétaires
1996	T1	85,57	85,98	85,47	87,57	87,76
1996	T2	86,26	86,63	86,15	87,86	88,04
1996	T3	86,06	86,50	85,98	88,13	88,27
1996	T4	86,43	86,97	86,41	88,06	88,32
1997	T1	86,89	87,29	86,73	89,02	89,16
1997	T2	87,09	87,40	86,88	89,09	89,26
1997	T3	87,26	87,52	86,99	89,55	89,73
1997	T4	87,49	87,83	87,27	89,35	89,62
1998	T1	87,49	87,78	87,21	89,52	89,74
1998	T2	87,98	88,11	87,59	89,85	90,03
1998	T3	87,81	87,93	87,41	90,11	90,26
1998	T4	87,78	87,97	87,43	89,68	89,84
1999	T1	87,78	88,07	87,58	89,78	89,85
1999	T2	88,32	88,55	88,10	90,31	90,46
1999	T3	88,24	88,51	88,02	90,71	90,85
1999	T4	88,69	88,86	88,39	90,64	90,74
2000	T1	89,18	89,39	88,93	91,20	90,94
2000	T2	89,73	89,86	89,41	91,27	91,07
2000	T3	90,07	90,33	89,82	91,87	91,71
2000	T4	90,50	90,84	90,30	92,16	92,16
2001	T1	90,44	90,63	90,16	92,66	92,53
2001	T2	91,73	91,76	91,34	93,55	93,36
2001	T3	91,82	91,92	91,47	93,78	93,61
2001	T4	91,88	91,99	91,54	93,49	93,35
2002	T1	92,54	92,57	92,14	94,48	94,21
2002	T2	93,29	93,28	92,86	94,64	94,36
2002	T3	93,40	93,43	92,99	94,78	94,49
2002	T4	93,74	93,90	93,42	94,64	94,39
2003	T1	94,69	94,81	94,28	95,54	95,31
2003	T2	95,04	95,05	94,58	95,44	95,15
2003	T3	95,35	95,42	94,91	95,73	95,50
2003	T4	95,98	95,99	95,49	95,73	95,54
2004	T1	96,59	96,52	96,02	96,53	96,14
2004	T2	97,53	97,44	96,95	97,26	96,80
2004	T3	97,67	97,78	97,21	97,69	97,23
2004	T4	98,19	98,48	97,81	97,82	97,45
2005	T1	98,39	98,85	98,13	98,18	97,90
2005	T2	99,31	99,78	99,05	98,84	98,62
2005	T3	99,69	100,45	99,58	99,74	99,59
2005	T4	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
2006	T1	100,35	101,42	100,44	100,20	100,41
2006	T2	101,51	102,73	101,68	100,96	101,16
2006	T3	101,62	102,97	101,87	101,36	101,57
2006	T4	101,52	102,96	101,82	101,32	101,55
2007	T1	101,63	103,19	102,02	102,08	102,38
2007	T2	102,79	104,31	103,15	102,94	103,18
2007	T3	102,99	104,66	103,44	103,57	103,75
2007	T4	104,08	105,93	104,64	104,43	104,62
2008	T1	104,99	106,95	105,58	105,23	105,65
2008	T2	106,58	108,59	107,21	106,05	106,68
2008	T3	106,74	108,97	107,51	106,94	107,55
2008	T4	106,18	108,39	106,93	106,18	106,88
2009	T1	105,72	107,92	106,49	106,05	106,82
2009	T2	106,33	108,22	106,91	106,32	106,88
2009	T3	106,25	108,37	106,97	106,48	106,99
2009	T4	106,63	108,92	107,46	106,55	106,97
2010	T1	107,26	109,67	108,17	106,91	107,40
2010	T2	108,28	110,77	109,24	107,41	107,97
2010	T3	108,14	110,83	109,23	107,74	108,29
2010	T4	108,63	111,56	109,87	108,23	108,84
2011	T1	109,39	112,74	110,95	109,23	110,10
2011	T2	110,69	114,04	112,25	110,09	111,03
2011	T3	110,63	114,19	112,33	110,58	111,51
2011	T4	111,51	115,04	113,19	111,08	112,08
2012	T1	112,21	116,19	114,25	111,84	112,82
2012	T2	113,26	117,09	115,20	112,40	113,35
2012	T3	113,13	117,33	115,33	112,86	113,88
2012	T4	113,45	117,70	115,69	113,29	114,29

Sources : Insee, Destatis, calculs de l'auteur.

Tableau A3 Évolution des IPCH corrigés selon la méthode des acquisitions nettes – France

(base 2005T4 = 100)

		IPCH	IPCH corrigé		
			Anciens logements	Nouveaux logements	Coût de construction
1996	T1	85,57	81,06	83,20	84,98
1996	T2	86,26	81,70	83,93	85,53
1996	T3	86,06	81,50	83,63	85,33
1996	T4	86,43	81,87	84,03	85,80
1997	T1	86,89	81,87	84,35	86,05
1997	T2	87,09	82,18	84,54	86,39
1997	T3	87,26	82,23	84,44	86,54
1997	T4	87,49	82,49	84,75	86,75
1998	T1	87,49	82,25	84,67	86,55
1998	T2	87,98	82,74	85,43	86,96
1998	T3	87,81	82,60	84,96	86,79
1998	T4	87,78	82,67	85,08	86,94
1999	T1	87,78	82,43	84,92	87,01
1999	T2	88,32	83,00	85,49	87,54
1999	T3	88,24	83,05	85,30	87,47
1999	T4	88,69	83,56	86,23	87,67
2000	T1	89,18	84,38	86,54	88,36
2000	T2	89,73	84,95	86,89	88,87
2000	T3	90,07	85,39	87,38	89,17
2000	T4	90,50	85,88	87,85	89,92
2001	T1	90,44	86,16	87,72	89,87
2001	T2	91,73	87,43	89,28	91,12
2001	T3	91,82	87,64	89,11	91,25
2001	T4	91,88	87,85	89,96	91,25
2002	T1	92,54	88,62	90,43	92,01
2002	T2	93,29	89,48	91,41	92,70
2002	T3	93,40	89,81	91,20	92,86
2002	T4	93,74	90,37	91,67	93,21
2003	T1	94,69	91,19	92,46	93,99
2003	T2	95,04	91,82	93,17	94,52
2003	T3	95,35	92,33	93,30	94,77
2003	T4	95,98	93,21	94,10	95,41
2004	T1	96,59	93,94	94,84	95,92
2004	T2	96,59	93,94	94,84	95,92
2004	T3	97,53	95,15	96,03	97,22
2004	T4	98,19	96,57	96,91	97,74
2005	T1	98,39	97,21	97,76	97,96
2005	T2	99,31	98,49	98,86	98,81
2005	T3	99,69	99,29	99,28	99,11
2005	T4	100,00	100,00	100,00	100,00
2006	T1	100,35	100,77	100,36	100,62
2006	T2	101,51	102,17	102,15	101,66
2006	T3	101,62	102,61	102,10	101,93
2006	T4	101,52	102,83	102,28	102,13
2007	T1	101,63	103,26	102,53	102,02
2007	T2	102,79	104,48	104,39	103,60
2007	T3	102,99	104,84	104,78	103,88
2007	T4	104,08	106,06	105,45	105,17
2008	T1	104,99	106,88	105,88	106,19
2008	T2	106,58	108,17	108,22	108,35
2008	T3	106,74	108,11	108,35	108,90
2008	T4	106,18	107,09	107,24	107,53
2009	T1	105,72	106,12	106,56	106,82
2009	T2	106,33	106,30	107,60	107,28
2009	T3	106,25	106,27	107,57	107,28
2009	T4	106,63	106,77	108,23	107,66
2010	T1	107,26	107,66	109,03	108,23
2010	T2	108,28	108,81	110,17	109,21
2010	T3	108,14	108,94	110,40	109,14
2010	T4	108,63	109,75	110,93	109,73
2011	T1	109,39	110,83	112,47	110,79
2011	T2	110,69	112,24	113,93	112,34
2011	T3	110,63	112,34	113,69	112,69
2011	T4	111,51	113,06	114,27	113,59
2012	T1	112,21	113,79	115,68	114,12
2012	T2	113,26	114,61	116,93	115,56
2012	T3	113,13	114,44	116,36	115,33
2012	T4	113,45	114,64	116,48	115,52

Sources : Insee, Destatis, calculs de l'auteur.

Tableau A4 Évolution des IPCH corrigés selon la méthode des acquisitions nettes – Allemagne

(base 2005T4 = 100)

		IPCH	IPCH corrigé	
			Anciens logements	Coût de construction
1996	T1	87,57	92,53	90,69
1996	T2	87,86	92,72	90,90
1996	T3	88,13	92,82	91,05
1996	T4	88,06	92,66	90,91
1997	T1	89,02	93,24	91,59
1997	T2	89,09	93,25	91,64
1997	T3	89,55	93,58	92,06
1997	T4	89,35	93,31	91,84
1998	T1	89,52	93,35	91,94
1998	T2	89,85	93,48	92,26
1998	T3	90,11	93,72	92,49
1998	T4	89,68	93,45	92,06
1999	T1	89,78	93,58	92,03
1999	T2	90,31	94,10	92,43
1999	T3	90,71	94,47	92,75
1999	T4	90,64	94,33	92,64
2000	T1	91,20	94,82	93,00
2000	T2	91,27	94,80	93,03
2000	T3	91,87	95,19	93,42
2000	T4	92,16	95,47	93,68
2001	T1	92,66	95,56	93,91
2001	T2	93,55	96,40	94,73
2001	T3	93,78	96,50	94,88
2001	T4	93,49	96,16	94,67
2002	T1	94,48	96,68	95,49
2002	T2	94,64	96,65	95,61
2002	T3	94,78	96,62	95,66
2002	T4	94,64	96,48	95,52
2003	T1	95,54	97,21	96,27
2003	T2	95,44	97,12	96,19
2003	T3	95,73	97,32	96,43
2003	T4	95,73	97,26	96,44
2004	T1	96,53	97,67	96,98
2004	T2	97,26	98,19	97,73
2004	T3	97,69	98,38	98,02
2004	T4	97,82	98,41	98,14
2005	T1	98,18	98,63	98,51
2005	T2	98,84	99,11	99,05
2005	T3	99,74	99,73	99,72
2005	T4	100,00	100,00	100,00
2006	T1	100,20	100,20	100,26
2006	T2	100,96	100,86	100,99
2006	T3	101,36	101,19	101,46
2006	T4	101,32	101,25	101,63
2007	T1	102,08	101,96	102,90
2007	T2	102,94	102,76	103,74
2007	T3	103,57	103,24	104,28
2007	T4	104,43	104,07	105,18
2008	T1	105,23	104,82	106,06
2008	T2	106,05	105,69	106,92
2008	T3	106,94	106,37	107,73
2008	T4	106,18	105,78	107,16
2009	T1	106,05	105,60	107,06
2009	T2	106,32	105,90	107,19
2009	T3	106,48	106,13	107,31
2009	T4	106,55	106,29	107,44
2010	T1	106,91	106,57	107,79
2010	T2	107,41	107,25	108,36
2010	T3	107,74	107,58	108,65
2010	T4	108,23	108,19	109,21
2011	T1	109,23	109,27	110,29
2011	T2	110,09	110,25	111,24
2011	T3	110,58	110,92	111,68
2011	T4	111,08	111,70	112,23
2012	T1	111,84	112,57	112,99
2012	T2	112,40	113,26	113,65
2012	T3	112,86	113,62	114,03
2012	T4	113,29	114,18	114,54

Sources : Insee, Destatis, calculs de l'auteur.

L'actif net des organismes de placement collectif français non monétaires augmente en 2013 en dépit de retraits nets

Gisèle FOUREL et Stephen LECOURT
Direction des Statistiques monétaires et financières
Service de l'Épargne financière et de la Titrisation

L'actif net des organismes de placement collectif (OPC) français progresse de + 1 % en 2013 pour s'établir à 1 262 milliards d'euros, grâce à la revalorisation des titres d'OPC non monétaires qui l'emporte sur les retraits nets de titres d'OPC monétaires et non monétaires. Les OPC français constituent désormais le quatrième marché au sein de la zone euro.

Comme l'année précédente, les OPC non monétaires français bénéficient d'effets de valorisation positifs, excédant les rachats nets (– 20 milliards). Au total, leur actif net progresse de 56 milliards sur l'année et atteint 944 milliards à fin 2013.

Les effets de valorisation sont principalement engrangés par les fonds actions (+ 43 milliards). Toutes les classes de fonds sont l'objet de retraits, plus marqués pour les fonds actions, obligations et « autres » que pour les fonds diversifiés.

Le portefeuille titres des OPC non monétaires enregistre une progression de la part des avoirs en actions (41 %, contre 39 % fin 2012) tandis que la part des avoirs en titres de créance diminue (34 % du portefeuille contre 36 % fin 2012). Les gestionnaires des fonds ont privilégié l'achat de titres de la zone euro hors France (+ 17 milliards) au détriment de titres résidents (– 26 milliards).

Mots clés : organismes de placement collectif, OPC, titres d'OPC, actif net, fonds d'investissement, placements des OPC, titres de créance, actions, obligations, choix de portefeuille, souscriptions, rachats, valorisation

Codes JEL : E44, G00, G11, G20, O16

NB : Cette présentation de l'activité des organismes de placement collectif (OPC) français exploite les déclarations statistiques collectées mensuellement par la Banque de France (direction générale des Statistiques) pour les besoins de l'Eurosystème. L'Autorité des marchés financiers (AMF), qui supervise les OPC français, contribue à la réalisation de cette collecte en mettant à la disposition de la Banque de France les informations nécessaires.

L'actif net des organismes de placement collectif (OPC) [1] français s'élève à fin 2013 à 1 262 milliards d'euros, en progression de 9 milliards (+ 1 %) par rapport à fin 2012, les effets de valorisation (+ 77 milliards) étant globalement supérieurs aux retraits nets (– 62 milliards).

Au sein de la zone euro, la France revient à la quatrième place pour l'importance de l'encours de ses OPC derrière le Luxembourg, l'Irlande et l'Allemagne. La France demeure le premier émetteur d'OPC monétaires avec 39 % de part de marché.

Pour l'encours des OPC non monétaires, la France occupe la quatrième position dans la zone euro, derrière le Luxembourg, l'Allemagne et l'Irlande, avec une part de marché de 14 %.

Au total, l'actif net des OPC monétaires et non monétaires français représente 16 % de l'encours total de la zone euro (7 790 milliards), lui-même constituant un tiers de l'encours mondial.

Dans un contexte persistant de bas niveau des taux courts, les souscriptions nettes de titres d'OPC monétaires français redeviennent négatives (– 42 milliards) après un léger rebond en 2012 (+ 13 milliards). L'encours des OPC monétaires diminue ainsi de 161 milliards entre fin 2009 et fin 2013, pour s'établir à 318 milliards à fin 2013.

Entre 2012 et 2013, la part des titres de créance de court terme dans le portefeuille des OPC monétaires baisse de sept points pour s'établir à 65 %. En contrepartie, la part des titres de long terme s'élève à 22 % à fin 2013, contre 13 % à fin 2012.

Cette évolution s'accompagne d'une légère hausse de la durée de vie résiduelle moyenne des titres de créance (6 mois à fin 2013, contre 5 mois à fin 2012), après quatre années consécutives de baisse.

La suite de cette étude sera consacrée aux OPC non monétaires, qui représentent l'encours le plus important (75 % de l'ensemble). Les OPC non monétaires se valorisent mais continuent d'enregistrer des retraits nets.

1| Progression d'ensemble de l'actif net des OPC non monétaires dans la zone euro

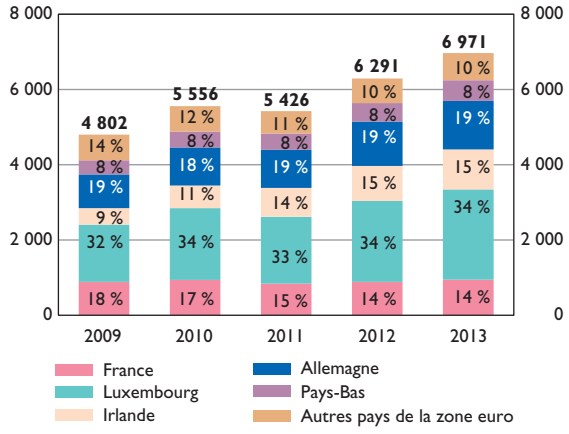
L'actif net des OPC non monétaires de la zone euro poursuit sa progression en 2013 (+ 11 %, après + 16 % en 2012), passant de 6 291 à 6 971 milliards d'euros. À fin 2013, il représente neuf fois l'encours des OPC monétaires (contre sept fois en 2012 et cinq fois en 2011). Les taux de croissance de 2013 sont particulièrement élevés en Irlande (+ 15 %), au Luxembourg (+ 12 %), aux Pays-Bas (+ 11 %) et en Allemagne (+ 9 %). Avec la France, ces quatre pays représentent 90 % de l'encours total des OPC non monétaires européens.

Avec une part de marché de 14 %, inchangée par rapport à l'année précédente, la France conserve sa quatrième place au sein de la zone euro derrière le Luxembourg (34 %), l'Allemagne (19 %) et l'Irlande (15 %).

Le nombre de fonds (hors fonds immobiliers) augmente en Irlande (4 529 à fin 2013), au Luxembourg (13 119) et aux Pays-Bas (1 395), mais diminue légèrement en France (9 952 contre 10 189) et en

Graphique 1 Part des principaux pays dans l'actif net des OPC non monétaires de la zone euro

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

1 La directive européenne sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs qui est entrée en vigueur le 22 juillet 2013 conduit à modifier l'appellation OPCVM en OPC (organisme de placement collectif) afin de couvrir toute la population des fonds d'investissement alternatifs ; cf. encadré 1 : « La directive AIFM du 22 juillet 2013 »

ENCADRÉ 1

La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) du 22 juillet 2013

La transposition en droit français de la directive AIFM [1] du 22 juillet 2013 conduit désormais à distinguer les fonds d'investissements alternatifs (FIA) relevant de la directive AIFM, des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), relevant de la directive OPCVM IV [2].

La directive AIFM régule au niveau européen tous les gestionnaires de fonds autres que les OPCVM et a pour objectif de renforcer la stabilité financière via le contrôle de la gestion alternative.

Les principaux changements introduits par la directive AIFM concernent les sociétés de gestion de portefeuille et les produits : les sociétés de gestion ont un statut unique et doivent avoir un agrément adapté au périmètre de leurs activités. Elles ont jusqu'au 30 juillet 2014 pour se faire connaître auprès de l'Autorité des marchés financiers. La gamme des produits comprend depuis juillet 2013 :

***Les OPCVM :** il s'agit des fonds communs de placement et SICAV relevant de la directive OPCVM IV. Ils regroupent environ 4 000 organismes en France.*

***Les FIA :** ces véhicules sont désormais de deux types :*

- ***Les FIA par nature :** listés dans le Code monétaire et financier (art. L214-1), il s'agit des autres véhicules régulés existants (environ 8 500 fonds) :*
  - *Les fonds d'investissements grand public (fonds tous souscripteurs) : fonds d'investissement à vocation générale, fonds de capital investissement (fonds communs de placement à risques – FCPR, fonds communs de placement dans l'innovation – FCPI – et fonds d'investissement de proximité – FIP), fonds liés à l'immobilier (organismes de placement collectif immobilier – OPCI, sociétés civiles de placement immobilier – SCPI, sociétés d'investissement à capital fixe – SICAF, société d'épargne forestière – SEF, fonds de fonds alternatifs.*
  - *Les fonds professionnels (fonds réservés) :*
    - *fonds d'investissement agréés : anciens OPCVM « à règles d'investissement allégées » (ARIA) et OPCI à règles de fonctionnement allégées avec effet de levier ;*
    - *fonds professionnels déclarés : fonds d'investisseurs qualifiés (anciens OPCVM contractuels et FCPR contractuels) et fonds d'investissement de capital risque (ancien FCPR à procédure allégée).*
  - *Les fonds d'épargne salariale (FCPE et société d'investissement à capital variable d'actionnariat salarié – SICAVAS).*
  - *Les organismes de titrisation.*
- ***Les FIA par objet** (ou autres FIA) : il s'agit des véhicules qui lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs (au minimum deux) en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ces investisseurs (ex : SCI, groupements forestiers, société de capital risque).*

Le nombre de FIA par objet a été estimé à 3 000 par l'Autorité des marchés financiers.

***Les autres placements collectifs :** cette catégorie regroupe les autres placements collectifs qui ne sont pas des FIA ni des OPCVM mais qui sont néanmoins régulés par l'AMF.*

Complément en annexe 1 : récapitulatif de la nouvelle gamme de fonds.

1 *La directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (directive AIFM) a été transposée en droit français par l'ordonnance du 2013-676 publiée au* Journal officiel *du 27 juillet 2013.*

2 *Directive 2009/65/CE dont la dénomination en anglais est UCITS IV* (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities). *Une nouvelle directive « OPCVM V » sera publiée au* Journal officiel de l'Union européenne *au cours de l'été 2014 et proposera un cadre harmonisé au niveau européen :*
- *clarifiant les missions et la responsabilité des dépositaires ;*
- *encadrant la rémunération des gestionnaires ;*
- *présentant un cadre commun sur les sanctions administratives (liste d'infractions possibles, sanctions minimum et plafonnement des amendes, prise en compte des circonstances atténuantes/aggravantes…).*

Allemagne (6 479 contre 7 020). L'actif net moyen des OPC non monétaires est plus faible en France (95 millions d'euros) qu'aux Pays-Bas (391 millions), en Irlande (235 millions), en Allemagne (199 millions) et au Luxembourg (183 millions).

2| Une progression des fonds non monétaires français tirée par les fonds actions

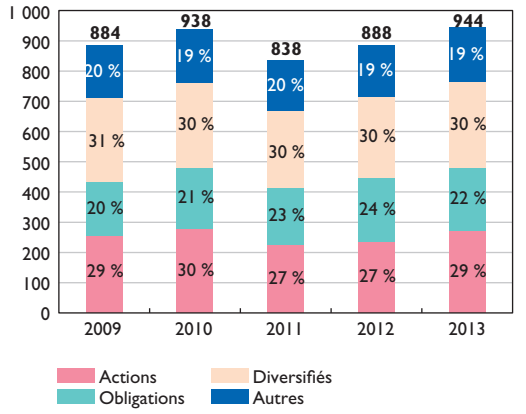
Les OPC non monétaires se répartissent en quatre grandes catégories : les OPC obligations, les OPC actions, les OPC mixtes et les OPC « autres », se distinguant les unes des autres par leurs objectifs d'investissement.

L'actif net des OPC non monétaires français (hors fonds immobiliers) s'établit à 944 milliards à fin 2013, en progression de + 56 milliards par rapport à décembre 2012 (soit + 6 %). Néanmoins, l'actif net à fin 2013 reste inférieur au total de l'actif net des fonds non monétaires de fin 2007, qui s'établissait à 1 030 milliards à la veille de la crise financière.

Le poids relatif des différentes catégories varie peu d'une fin d'année à l'autre. La part des OPC obligations (22 %) diminue de deux points de pourcentage au profit des OPC actions (29 %). Les parts des OPC mixtes (30 %) et « autres » (19 %) sont inchangées par rapport à fin 2012.

Graphique 2 Répartition des catégories d'OPC non monétaires en France

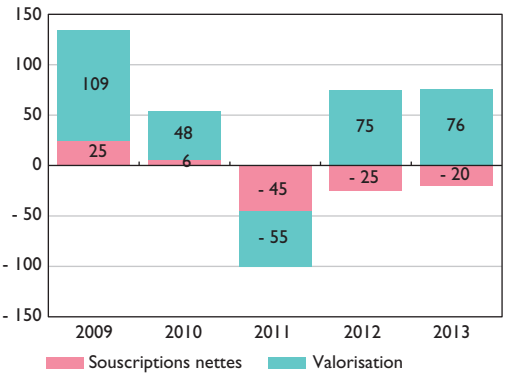
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

Graphique 3 Souscriptions nettes et valorisation des titres d'OPC non monétaires français

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

Comme en 2012, les fonds non monétaires bénéficient d'une valorisation (+ 76 milliards en 2013, après + 75 milliards en 2012) excédant assez largement les retraits (– 20 milliards, après – 25 milliards en 2012).

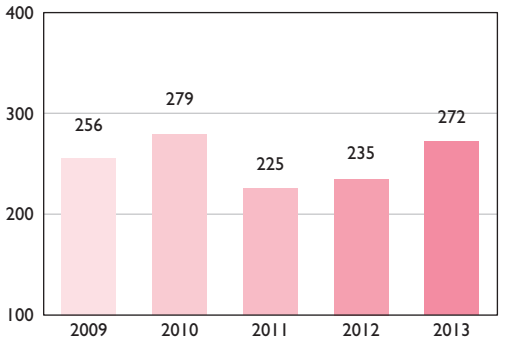
2|1 Revalorisation des fonds actions

L'actif net des fonds actions augmente de 37 milliards en 2013 (soit + 16 %) pour s'établir à 272 milliards en fin d'année.

Dans le sillage de la hausse des indices boursiers (le CAC 40 progresse de + 18 % en glissement en 2013), les fonds actions enregistrent de nouveau

Graphique 4 Encours d'actif net des OPC actions français à fin décembre

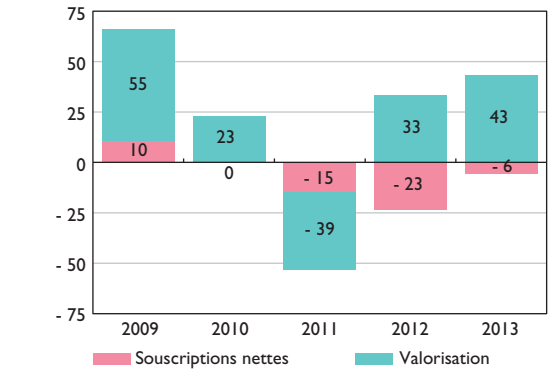
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

Graphique 5 Souscriptions nettes et valorisation des titres d'OPC actions français

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

une revalorisation (+ 43 milliards en 2013, après + 33 milliards en 2012). Dans ce contexte, les retraits sont moindres que l'année précédente (– 6 milliards en 2013, après – 23 milliards en 2012).

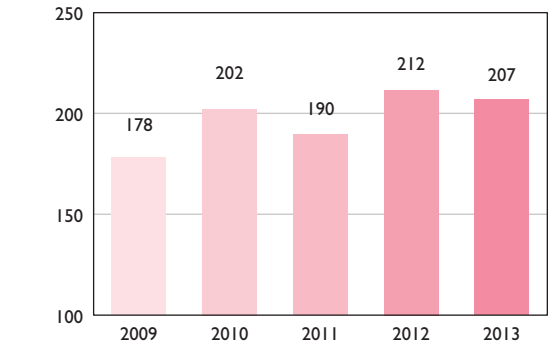
L'actif net moyen des fonds actions s'élève à 143 millions d'euros, pour 1 904 fonds.

2|2 L'actif net des fonds obligations baisse en 2013

L'actif net des fonds obligations s'établit à 207 milliards à fin 2013, en diminution de 5 milliards par rapport à fin 2012 (soit – 2 %). C'est la seule catégorie de fonds non monétaires à connaître une baisse de son actif net en 2013.

Graphique 6 Encours d'actif net des OPC obligations français à fin décembre

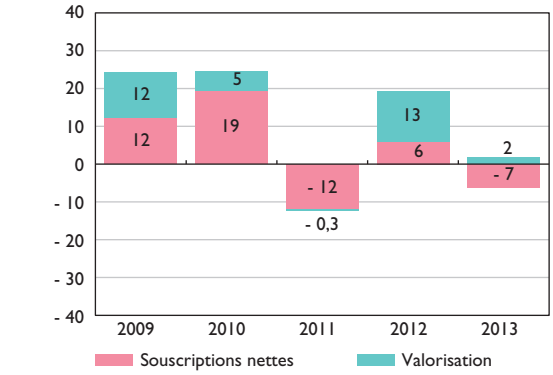
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

Graphique 7 Souscriptions nettes et valorisation des titres d'OPC obligations français

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

La valorisation annuelle est minime en 2013 (+ 2 milliards, soit + 1 %) et les retraits reprennent (– 7 milliards en 2013).

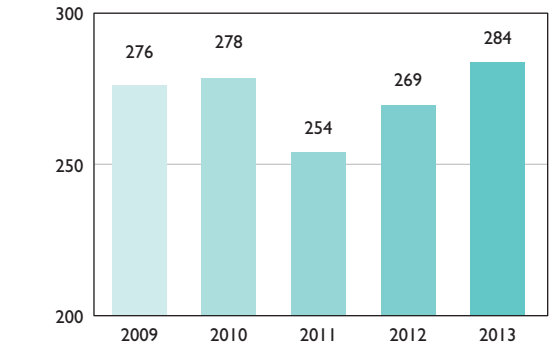
Le nombre de fonds obligations s'établit à 1 261 à fin 2013 avec un actif net moyen ressortant à 164 millions d'euros.

2|3 L'actif net des fonds diversifiés repasse au-dessus de son niveau de fin 2010

L'actif net des fonds diversifiés s'élève à 284 milliards à fin 2013, en progression de + 15 milliards (+ 5 %) par rapport à décembre 2012, et repasse au-dessus du niveau de fin 2010 (278 milliards).

Graphique 8 Encours d'actif net des OPC diversifiés français à fin décembre

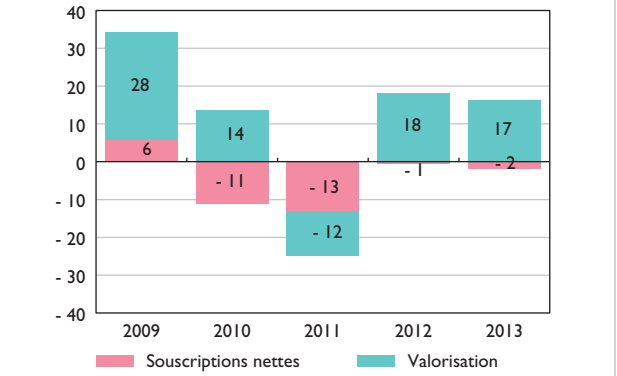
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

Graphique 9 Souscriptions nettes et valorisation des titres d'OPC diversifiés français

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

Graphique 11 Souscriptions nettes et valorisation des titres d'OPC « autres » français

(en milliards d'euros)

Source : Banque de France.

La progression de l'actif net résulte de la valorisation (+ 17 milliards, soit + 6 %) tandis que les retraits restent minimes (– 2 milliards en 2013, après – 1 milliard en 2012).

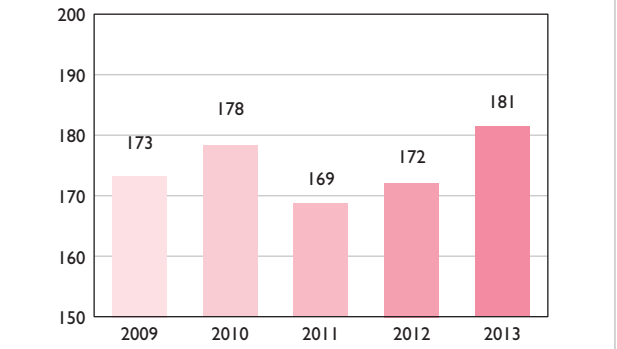
On dénombre 3 201 fonds diversifiés à fin 2013, soit une légère diminution de 54 unités par rapport à fin 2012, et l'actif net moyen de ces fonds s'établit à 89 millions.

L'actif net des fonds « autres » progresse de + 5 % en 2013. Il s'élève à 181 milliards et dépasse le niveau de fin 2010 (178 milliards).

La variation positive de l'actif net (+ 9 milliards) est assurée par la valorisation (+ 15 milliards) qui excède les retraits (– 6 milliards).

Graphique 10 Encours d'actif net des OPC « autres » français à fin décembre

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

La catégorie des fonds « autres » rassemble :

- les fonds communs de placement d'entreprises (56 % de l'actif net total de la catégorie) ;
- les fonds à formule (24 %) ;
- les fonds de capital investissement (19 %, répartis entre fonds communs de placement à risques, fonds communs de placement dans l'innovation et fonds d'investissement de proximité, voir encadré 2) [2].

La population des fonds « autres » se réduit à 3 586 fonds à fin 2013, contre 3 741 à fin 2012. L'actif net moyen est de 51 millions d'euros.

2|4 Les ménages continuent de réduire leurs avoirs en 2013

La répartition géographique et sectorielle des détenteurs de titres d'OPC non monétaires varie peu d'une fin d'année à l'autre. À fin 2013, les résidents français détiennent 88 % de l'encours des titres d'OPC non monétaires français, les résidents de la zone euro hors France 9 % et les détenteurs hors zone euro 3 %. Les principaux secteurs détenteurs restent les assurances (40 % de l'encours) et les ménages résidents (22 %).

Les rachats nets de titres d'OPC non monétaires (– 20 milliards au total) proviennent principalement des

2 *Cf. annexe 3 : « Encours d'actif net et part des différentes catégories d'OPC à fin 2013 ».*

ménages (– 11 milliards comme en 2012) et des institutions financières monétaires (– 6 milliards). En revanche, on observe des souscriptions nettes de la part des assurances (+ 3 milliards) et des administrations publiques.

ENCADRÉ 2

Les fonds de capital-investissement en France

Les fonds de capital investissement (sous-ensemble des fonds « autres ») ont pour objet d'investir dans les sociétés non cotées. Il en existe de trois types : les fonds communs de placement à risques (FCPR) sont investis en titres d'entreprises non cotées en bourse à hauteur de 50 % minimum ; les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) sont investis en titres de sociétés innovantes non cotées en bourse à hauteur de 70 % minimum ; les fonds d'investissement de proximité (FIP) sont investis dans des PME régionales à hauteur de 70 % minimum [1].

À fin 2013, l'encours du portefeuille titres des fonds de capital investissement (FCPR, FCPI, FIP) s'élève à 35 milliards, en progression de + 14 % par rapport à fin 2012.

Sur les cinq dernières années, l'encours du portefeuille titres moyen n'a cessé de progresser pour atteindre 36 millions à fin 2013 (contre 24 millions à fin 2009), le nombre de fonds passant de 838 fin 2009 à 970 à fin 2013.

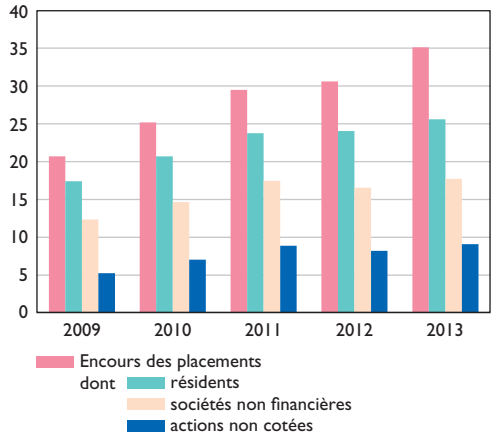
L'encours du portefeuille titres des fonds de capital investissement est investi à hauteur de 74 % dans des titres français, principalement de sociétés non financières résidentes (51 % du total des placements, soit 18 milliards). Les autres titres résidents détenus ont principalement pour émetteurs d'« autres institutions financières » (13 %), secteur qui inclut notamment les OPC non monétaires (7 % du total des placements).

La contribution des fonds de capital investissement au financement des sociétés non financières résidentes est répartie entre les actions (11 milliards, dont 9 milliards d'actions non cotées) et les titres de créance de long terme pour 7 milliards.

À fin 2013, les fonds de capital investissement détiennent donc environ la moitié des 18 milliards d'actions non cotées de sociétés non financières françaises figurant au portefeuille des fonds non monétaires français.

Graphique A Évolution de l'encours des placements des fonds de capital investissement de 2009 à 2013

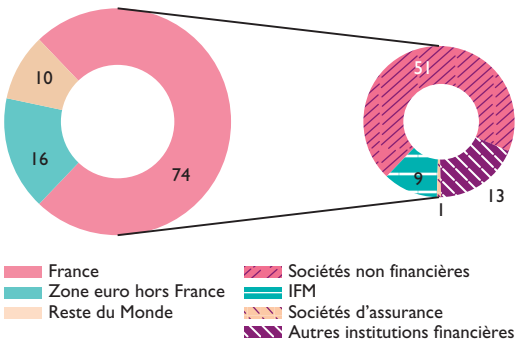
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

Graphique B Répartition géographique des placements des fonds de capital investissement français à fin 2013

(en %)

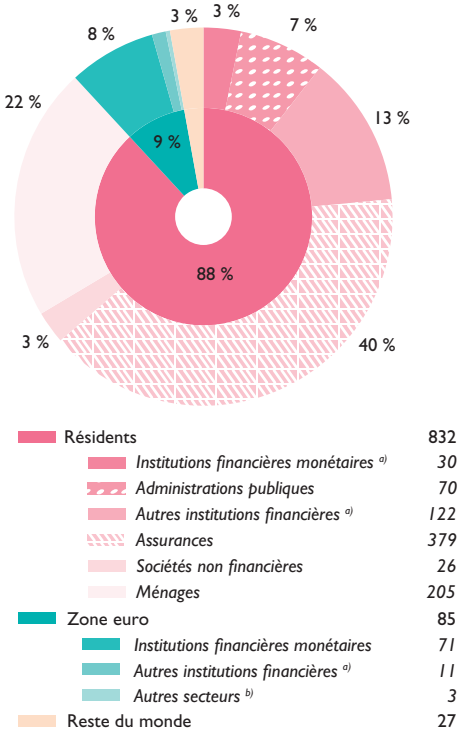


Source : Banque de France.

1 *Pourcentages actuellement en vigueur.*

Graphique 12 Ventilation des encours de titres d'OPC non monétaires par secteur détenteur et zone géographique à fin 2013

(en milliards d'euros, part en %)



Résidents	832
Institutions financières monétaires a)	*30*
Administrations publiques	*70*
Autres institutions financières a)	*122*
Assurances	*379*
Sociétés non financières	*26*
Ménages	*205*
Zone euro	85
Institutions financières monétaires	*71*
Autres institutions financières a)	*11*
Autres secteurs b)	*3*
Reste du monde	27

a) Cf. glossaire.
b) Ménages, assurances, administrations publiques, sociétés non financières.
Source : Banque de France.

3| Renforcement des placements des OPC non monétaires en titres de la zone euro

L'encours des avoirs en titres des OPC non monétaires (hors fonds immobiliers) s'établit à 919 milliards à fin 2013, en augmentation de 61 milliards (+ 7 %) sur l'année. La progression concerne plus particulièrement les avoirs en actions (+ 43 milliards) et en titres de la zone euro hors France (+ 43 milliards).

3|1 La valeur du portefeuille augmente

L'augmentation des avoirs en actions est due à leur valorisation (+ 58 milliards en 2013), les OPC ayant procédé à des ventes nettes sur cette catégorie de titres (– 15 milliards). À fin 2013, les actions représentent, en valeur, 41 % du portefeuille titres des OPC non monétaires (contre 39 % à fin 2012).

La valeur des avoirs en titres de créance atteint 315 milliards à fin 2013 contre 313 milliards à fin 2012, la revalorisation des titres en portefeuille (+ 3 milliards) excédant légèrement les cessions nettes (– 1 milliard). Leur part dans le portefeuille total revient à 34 % fin 2013, contre 36 % à fin 2012.

3|2 Les OPC non monétaires opèrent des cessions nettes de titres résidents

En 2013, la revalorisation des titres français détenus par les OPC non monétaires atteint + 39 milliards, dont 27 milliards pour les actions. La hausse du montant du portefeuille est toutefois minorée par 26 milliards de cessions. L'ensemble des avoirs en titres d'émetteurs résidents s'élève à 442 milliards à fin 2013 et leur part dans le total revient de 50 % fin 2012 à 48 % à fin 2013.

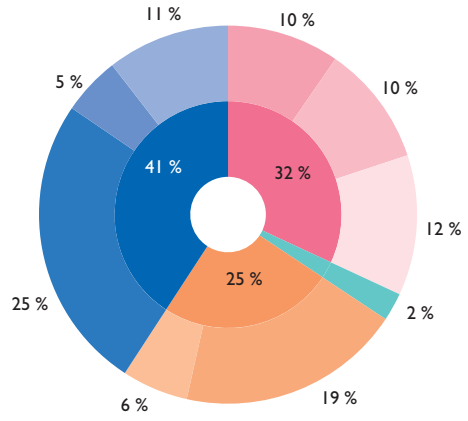
Les OPC non monétaires consacrent notamment 189 milliards au financement direct des sociétés non financières résidentes, 51 milliards aux établissements de crédits français et 33 milliards aux administrations publiques françaises.

Les avoirs en actions de sociétés non financières résidentes progressent de 13 milliards en 2013 du fait de leur revalorisation (+ 21 milliards) qui excède les cessions nettes (– 8 milliards). Les placements en titres de créance à long terme et à court terme de sociétés non financières résidentes sont nettement plus modestes.

Les OPC non monétaires allègent par ailleurs leurs avoirs en titres de créance de court terme émis par les établissements de crédit résidents (– 10 milliards). La part de ces instruments dans

Graphique 13 Structure des placements en titres des OPC non monétaires par type de titre et secteurs émetteurs à fin 2013

(en milliards d'euros, part en %)

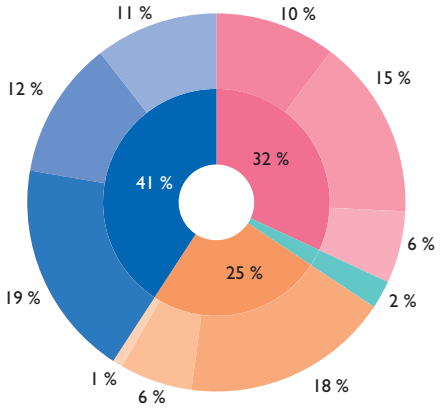


Titres de créance à long terme émis par	293
Institutions financières	*88*
Administrations publiques	*95*
Sociétés non financières	*110*
Titres de créance à court terme	22
Titres d'OPC	229
OPC non monétaires	*177*
OPC monétaires	*52*
Actions émises par	375
Sociétés non financières zone euro	*233*
Institutions financières zone euro	*46*
Autres secteurs (actions reste du monde)	*96*

Source : Banque de France.

Graphique 14 Structure des placements en titres des OPC non monétaires par type de titre et zone géographique à fin 2013

(en milliards d'euros, part en %)

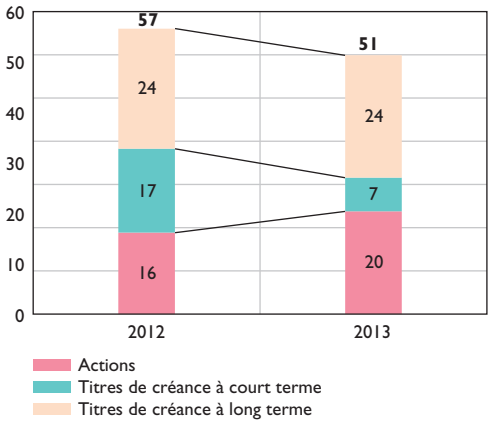


Titres de créance à long terme	293
Résidents	*95*
Zone euro (hors France)	*142*
Reste du monde	*56*
Titres de créance à court terme	22
Titres d'OPCVM	229
Résidents	*164*
Zone euro (hors France)	*57*
Reste du monde	*8*
Actions	375
Résidents	*170*
Zone euro (hors France)	*108*
Reste du monde	*97*

Source : Banque de France.

Graphique 15 Financement des établissements de crédit résidents par les OPC non monétaires par type d'instrument

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

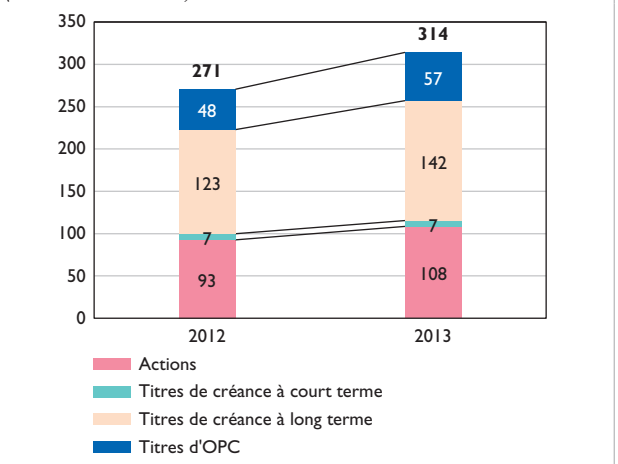
le financement des établissements de crédit s'est ainsi fortement réduite, passant de 29 % fin 2012 à 13 % fin 2013. Les OPC non monétaires financent également les établissements de crédits résidents au travers d'achats d'actions (20 milliards, soit 40 %) et de titres de créance à long terme (24 milliards, soit 47 %).

3|3 Renforcement des avoirs en titres de la zone euro hors France

Les avoirs en titres d'émetteurs de la zone euro hors France s'élèvent à 314 milliards à fin 2013, après 271 milliards à fin 2012. Cet accroissement résulte des achats nets de titres des OPC (+ 17 milliards) d'une part, et de la valorisation des titres en portefeuille (+ 26 milliards) d'autre part.

Graphique 16 Placements en titres de la zone euro hors France par type de titres

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

Les principales hausses d'encours concernent notamment les titres de créance à long terme (+ 19 milliards), les actions (+ 15 milliards) et les titres d'OPC (+ 9 milliards). Les parts respectives de ces différents instruments dans le total des placements en titres de la zone euro hors France sont quasi inchangées d'une année à l'autre.

Les plus fortes augmentations concernent les placements réalisés au Luxembourg (+ 13 milliards), en Espagne (+ 10 milliards), en Allemagne (+ 5 milliards), en Italie et aux Pays-Bas (également + 5 milliards).

Au total, la part des titres de la zone euro hors France dans le portefeuille des OPC non monétaires passe de 32 % à fin 2012 à 34 % à fin 2013.

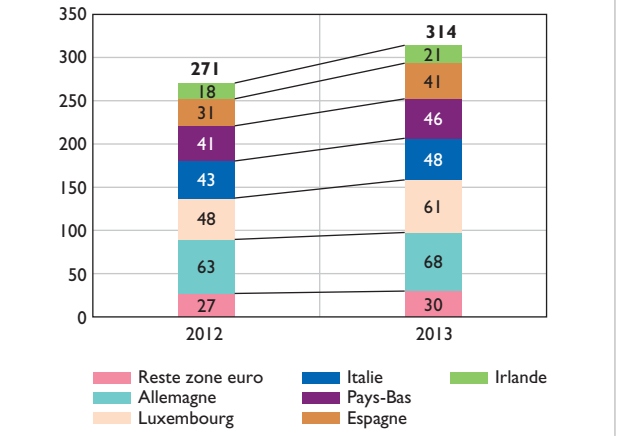
3|4 Quasi-stabilité des placements en titres hors zone euro

Les avoirs en titres d'émetteurs hors zone euro s'élèvent à 163 milliards à fin 2013, contre 159 milliards à fin 2012. Cet accroissement résulte de la revalorisation des titres en portefeuille (+ 11 milliards) qui l'emporte sur les cessions nettes (– 7 milliards).

Les principaux pays bénéficiaires des placements en dehors de la zone euro des OPC non monétaires français sont les États-Unis (57 milliards d'encours), le Royaume-Uni (36 milliards), le Japon et la Suisse (environ 10 milliards chacun). Le renforcement des avoirs sur ces quatre pays (+ 13 milliards) est le principal facteur d'augmentation des placements des OPC non monétaires français en dehors de la zone euro (+ 4 milliards).

Graphique 17 Répartition géographique des placements zone euro hors France des OPC non monétaires

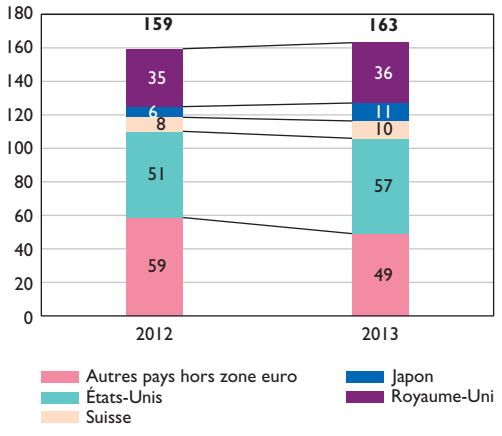
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

Graphique 18 Répartition géographique des placements hors zone euro des OPC non monétaires

(en milliards d'euros)



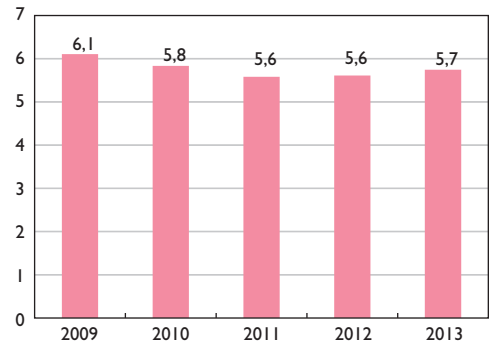
Source : Banque de France.

3|5 La durée résiduelle moyenne des titres de créance en portefeuille est quasi stable

Les durées de vie résiduelles respectives des titres de créance à court et long termes diminuent entre fin 2012 et fin 2013.

Néanmoins, le renforcement des avoirs des OPC non monétaires en titres de créance à long terme (+ 9 milliards) aux dépens de leurs placements en titres de créance à court terme (– 9 milliards) entraîne une légère remontée de la durée de vie résiduelle moyenne du portefeuille à 5,7 années à fin 2013, après 5,6 années à fin 2012.

Graphique 19 Durée de vie résiduelle des titres de créance détenus par les OPC non monétaires français



Source : Banque de France.

ENCADRÉ 3

Le dynamisme des fonds communs de placement d'entreprise (FCPE)

Les fonds communs de placement d'entreprise sont réservés aux salariés d'une entreprise. Ils sont rattachés à la catégorie des OPC non monétaires (sous-catégorie des fonds « autres »), quelle que soit leur stratégie d'investissement. L'information sur leur orientation de placement permet de les classer en six sous catégories : FCPE monétaires, FCPE actions, FCPE obligations, FCPE diversifiés, FCPE en titres cotés ou non cotés de l'entreprise, FCPE fonds à formule. On y rajoute les SICAV d'actionnariat salarié ou SICAVAS.

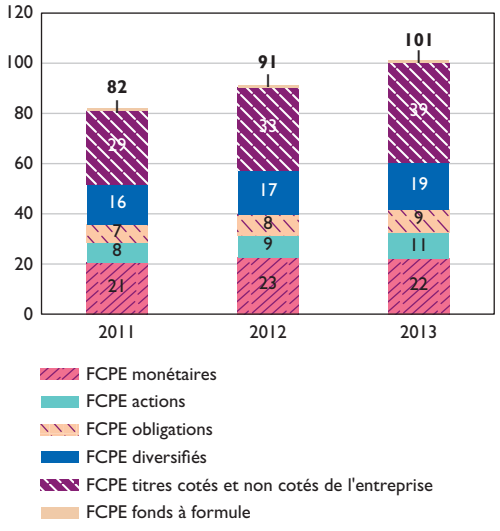
À fin 2013, l'encours investi par les salariés sur les fonds d'épargne salariale s'élève à 101 milliards, en hausse de 11 % par rapport à fin 2012.

L'encours moyen par fonds tend à augmenter, passant de 36 millions fin 2011, à 43 millions fin 2012 et 50 millions fin 2013 alors que le nombre de fonds diminue revenant de 2 269 fonds à fin 2011 à 2 036 fonds fin 2013.

La répartition des FCPE en sous-catégories fait apparaître une nette augmentation de la part des FCPE en titres cotés et non cotés de l'entreprise au détriment des FCPE monétaires.

Actif net des FCPE en France par catégories

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

À fin 2013, le portefeuille titres des FCPE est investi à hauteur de 85 % en titres d'émetteurs résidents (88 milliards), principalement des sociétés non financières (38 milliards, soit 36 % du total des placements) ou des OPC (37 %, dont 20 % d'OPC monétaires). Les principaux pays d'émission des titres non résidents (16 milliards) sont le Luxembourg (4 milliards) et l'Allemagne (2 milliards).

Annexe 1

Statistiques sur les OPC – méthode

Population

La population couverte par l'étude comprend l'ensemble des OPC monétaires et non monétaires à vocation générale, les fonds communs de placement d'entreprise, les fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (en voie d'extinction), les OPC de fonds alternatifs, les fonds communs de placement à risques, les fonds d'investissement de proximité et les fonds communs de placement dans l'innovation.

En application de la directive AIFM du 22 juillet 2013 (cf. encadré 1), la gamme des produits collectifs devra être rationalisée : la transformation des fonds est à opérer au plus tard le 22 juillet 2014.

Impact de la directive AIFM du 22 juillet 2013 (cf. encadré 1) :

Récapitulatif de la nouvelle gamme de fonds

ANCIENNE GAMME DE VEHICULE	NOUVELLE GAMME DE VEHICULE Dénomination	Typologie de véhicule	
OPCVM agréés relevant de la directive OPCVM IV (2009 /65/CE)	OPCVM	OPCVM	OPCVM
OPCVM à vocation générale ne relevant pas de la directive OPCVM IV	Fonds d'investissement à vocation générale	Fonds ouverts à des investisseurs non professionnels	FIA par nature
FCPR	FCPR		
FCPI	FCPI		
FIP	FIP		
OPCI (SPPICAV et FPI)	OPCI (SPPICAV & FPI)		
OPCI à règles de fonctionnement allégées sans effet de levier (RFA SEL) (SPPICAV et FPI)			
SCPI	SCPI		
SEF (Société d'épargne forestière)			
SICAF (Sociétés d'investissement à capital fixe)	SICAF		
OPCVM de fonds alternatifs	Fonds de fonds alternatifs		
OPCVM ARIA (à règles d'investissement allégées)	Fonds professionnels à vocation générale	Fonds ouverts à des investisseurs professionnels	
OPCI RFA EL (à règles de fonctionnement allégées avec effet de levier)	OPCI professionnels		
OPCVM contractuels	Fonds professionnels spécialisés		
FCPR contractuels			
FCPR à procédure allégée	Fonds professionnels de capital investissement		
FCPE SICAVAS (FCPE société d'investissement à capital variable d'actionnariat salarié)	Fonds d'épargne salariale FCPE – SICAVAS	Fonds d'épargne salariale	
Organismes de titrisation	Organismes de titrisation	Organismes de titrisation	
	Les FIA par objet n'étaient pas régulés par l'AMF avant l'entrée en vigueur de la directive AIFM mais le sont désormais. Exemples : – Société de capital risque, groupements forestier/groupement agricole, Société civile immobilière peuvent être ou non des FIA par objet selon leurs caractéristiques. – SOFICA, SOFIPECHE sont des FIA par objet.		FIA par objet
	Autres placements collectifs [a)]	Autres placements collectifs	

a) Cette catégorie regroupe les quelques véhicules qui ne relèveraient ni de la directive OPCVM IV ni de la directive AIFM, mais qui sont tout de même régulés par l'AMF.

Sources

Les données présentées dans l'article proviennent de plusieurs sources :

• les statistiques de la zone euro et des pays membres établies et diffusées par la BCE : *http://sdw.ecb.europa.eu/ ;*

• les bilans des OPC français, monétaires et non monétaires, que les sociétés de gestion transmettent mensuellement à la Banque de France. Les données collectées pour chaque OPC comprennent le détail titre par titre des lignes du portefeuille et l'encours agrégé pour les autres postes du bilan, y compris le montant de l'encours des titres émis par chaque OPC ainsi que le nombre des parts émises (toutes catégories de parts confondues) ;

• les valeurs liquidatives des OPC (par code ISIN et avec le nombre de parts correspondantes) collectées par l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui les communique à la Banque de France ;

• les deux enquêtes sur la répartition par secteur institutionnel de la détention des titres d'OPC français (« DTOM » et « PROTIDE ») menées par la Banque de France auprès des teneurs de comptes conservateurs résidents.

Méthode

Les méthodes et traitements utilisés sont identiques à ceux des publications « Stat Info » sur les OPC affichées sur le site de la Banque de France.

Annexe 2

Définitions des catégories d'OPC non monétaires

En France, la classification des OPC, exprimant le type d'exposition du fonds, est réglementée par l'Autorité des marchés financiers (AMF). Les statistiques sur les OPC non monétaires présentées dans cette étude couvrent les OPC actions, obligations, diversifiés et autres mais ne comprennent pas les OPC immobiliers.

Les **OPC actions** sont constitués des :
- OPC « Actions françaises », exposés à hauteur de 60 % au moins sur le marché des actions françaises ;
- OPC « Actions de pays de la zone euro », exposés à hauteur de 60 % au moins sur les marchés des actions émises dans un ou plusieurs pays de la zone euro ;
- OPC « Actions des pays de l'Union européenne », exposés à hauteur de 60 % au moins sur les marchés des actions émises dans un ou plusieurs pays de l'Union européenne ; et
- OPC « Actions internationales », exposés à hauteur de 60 % au moins sur un marché d'actions étranger ou sur des marchés d'actions de plusieurs pays.

Les **OPC obligations**, dont l'exposition au risque action ne doit pas dépasser 10 % de l'actif net, sont constitués des :
- OPC « Obligations et autres titres de créance libellés en euro », exposés en permanence à des titres de taux libellés en euro ;
- OPC « Obligations et autres titres de créance internationaux », exposés en permanence à des titres de taux libellés en d'autres devises que l'euro, et éventuellement à des titres de taux libellés en euros.

Les **OPC diversifiés** sont constitués des :
- OPC « Diversifiés », rassemblant les fonds ne relevant pas d'une autre classification ;
- OPC de fonds alternatifs, qui correspondent aux fonds de fonds, investis à plus de 10 % dans d'autres OPC (français ou étranger) – principalement en actions ou parts d'autres OPC - mettant en œuvre des stratégies dites « alternatives » (on parle également de multi gestion alternative ou de gestion alternative indirecte)

Les **autres OPC** sont constitués des :
- Fonds communs de placement d'entreprise (FCPE) et société d'investissement à capital variable d'actionnariat salarié (SICAVAS), quelle que soit leur stratégie d'investissement (tout FCPE, même s'il fournit une rentabilité proche des taux monétaires, est inclus dans cette catégorie des OPC non monétaires) ;
- Fonds à formule, dont l'objectif de gestion est d'atteindre et de redistribuer, à l'issue d'une période donnée, un montant de revenus déterminé par l'application d'une formule de calcul prédéfinie, basée sur des indicateurs de marché. Cet objectif de rendement est garanti par un établissement de crédit ;
- Fonds communs de placement à risques (FCPR), dont l'actif doit comprendre au moins 50 % de titres qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché d'instruments financiers ; fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI), qui ont pour vocation de favoriser le renforcement des fonds propres des PME françaises dites « innovantes » dont l'actif est constitué, pour 70 % au moins, de titres financiers, parts de société à responsabilité limitée et avances en compte courant ; fonds d'investissement de proximité (FIP), pour lesquels l'actif comprend au moins 70 % de titres financiers, parts de société à responsabilité limitée et avances en compte courant, dont au moins 20 % dans de nouvelles entreprises (*i.e.* de moins de 8 ans) ;
- Fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT) : fonds spécialisés sur les marchés à terme d'instruments financiers et de marchandises (en voie d'extinction).

Les **OPC immobiliers** (hors champs d'étude) sont constitués des :
- Organismes de placement collectif immobilier (OPCI), qui désignent les fonds, sous forme de FCP ou de SICAV, dont l'objet est l'investissement dans des actifs immobiliers ;
- Sociétés civiles de placement immobilier (SCPI), ayant pour objet de gérer exclusivement un patrimoine immobilier locatif.

Annexe 3

Encours d'actif net et part des differentes catégories d'OPC à fin 2013

Catégorie d'OPC	Encours (en milliards d'euros)	Part (au sein de la catégorie)
OPC monétaires	318	100 %
OPC court terme	124	39 %
OPC monétaires classiques	194	61 %
OPC actions	272	100 %
OPC « Actions françaises »	27	10 %
OPC « Actions de pays de la zone euro »	79	29 %
OPC « Actions des pays de l'Union européenne »	40	15 %
OPC « Actions internationales »	127	46 %
OPC obligations	207	100 %
OPC « Obligations et autres titres de créance libellés en euro »	139	67 %
OPC « Obligations et autres titres de créance internationaux »	68	33 %
OPC diversifiés	284	100 %
dont OPC de fonds alternatifs	12	4 %
Autres OPC	181	100 %
FCPE et SICAVAS	101	56 %
Fonds à formule	43	24 %
FCPR – FCPI – FIP	35	19 %
Autres OPC (*Hedge Funds*)	2	1 %
Total	**1 262**	

Glossaire

Actif net : montant net global des avoirs d'un OPC évalués au prix de marché et diminués des dettes. Ce montant correspond comptablement à la valeur des titres (actions ou parts) émis par un OPC.

Actions : titres de propriété représentatifs d'une quote-part du capital social de l'émetteur, rapportant une rémunération indéterminée contractuellement mais fonction directe du bénéfice.

Administrations publiques (APU) : ensemble des producteurs non marchands constitué des administrations publiques centrales, des administrations publiques locales et des administrations de sécurité sociale. Elles tirent la majeure partie de leurs ressources de contributions obligatoires.

Autres institutions financières : ensemble des institutions financières autres que les établissements de crédit et les OPC monétaires. Il s'agit principalement des sociétés d'assurance, des OPC non monétaires et des entreprises d'investissement.

Autres placements financiers nets : ce poste rassemble tous les actifs financiers distincts des actions, titres de créance et parts d'OPC. Il s'agit notamment des parts d'organismes de titrisation, des dérivés de crédit et des autres produits dérivés.

Institutions financières monétaires (IFM) : ensemble regroupant les établissements de crédit et les OPC monétaires.

Organismes de placement collectif (OPC) : fonds d'investissement qui prennent la forme soit de sociétés d'investissement à capital variable dites « SICAV », soit de fonds communs de placement (FCP). Les OPC ont pour objet la gestion d'un portefeuille d'instruments de valeurs mobilières (actions, obligations…).
On distingue deux grandes catégories d'OPC :
- OPC monétaires : OPC dont l'actif est investi principalement dans des produits de court terme indexés sur les taux du marché monétaire. En France, sont considérés comme tels les OPC des catégories « OPC monétaires court terme » et « OPC monétaires » ;
- OPC non monétaires : cf. annexe 2.

Rachats : ventes de titres d'OPC par les investisseurs. Les titres en question sont rachetés par l'OPC émetteur. Cela correspond donc à une décollecte du point de vue de l'OPC.

Résidents : personnes physiques ou morales établies en France.

Secteurs institutionnels de la comptabilité nationale : ensemble d'unités institutionnelles ayant des comportements économiques similaires caractérisés par leur fonction principale et la nature de leur activité. Les secteurs institutionnels résidents sont : les autorités monétaires, les sociétés non financières, les sociétés financières, les administrations publiques, les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages.

Sociétés non financières (SNF) : unités dotées de la personnalité juridique qui sont des producteurs marchands dont l'activité principale consiste à produire des biens et services non financiers. Les sociétés non financières peuvent être à capitaux privés ou publics.

Titres de créance : ensemble de titres constitué des obligations – titres représentatifs d'un droit de créance durable, à plus de trois ans – et des instruments du marché monétaire – titres représentatifs d'un droit de créance pour une durée déterminée et négociables sur un marché réglementé ou de gré à gré. Les titres de créance à court terme sont composés des bons du Trésor, des billets de trésorerie, des certificats de dépôt et des autres titres de créance à court terme négociables. Les titres de créance à long terme comprennent les obligations et valeurs assimilés et les BMTN (et équivalents étrangers).

La monnaie fiduciaire en France en 2013

Ghjuvanni TORRE
Direction des Activités fiduciaires
Service des Statistiques, études et prévisions

L'année 2013 est marquée par la poursuite des grandes tendances observées les années précédentes, tant pour les billets que pour les pièces.

Dans un contexte caractérisé par une faible croissance économique et par le développement du recyclage externe au sein de la filière fiduciaire, les flux de billets en entrée et en sortie des guichets de la Banque de France et de l'IEDOM sont en baisse : comparée à l'année précédente, la valeur des prélèvements recule de 2,2 % (pour s'établir à 181,1 milliards d'euros) et celle des versements diminue de 1,7 % (175,0 milliards d'euros). En ce qui concerne les monnaies métalliques, le mouvement de baisse, plus prononcé, atteint – 7,1 % pour les prélèvements (773 millions d'euros) et – 7,0 % pour les versements (681 millions d'euros).

Les émissions nettes de billets (3,9 milliards de coupures pour une contre-valeur de 102,0 milliards d'euros au 31 décembre 2013) voient leur croissance continuer de s'éroder : + 7,1 % en volume et + 6,3 % en valeur après + 8,8 % en volume et + 8,0 % en valeur en 2012. Les émissions nettes de pièces (17,1 milliards de coupures pour une contre-valeur de 3,0 milliards d'euros) enregistrent le même ralentissement : + 5,1 % en volume et + 3,2 % en valeur, après respectivement + 5,8 % et + 3,6 % en 2012.

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

Codes JEL : E5, E50

1| Pour les billets, les tendances observées dans le passé se confirment en 2013

L'émission, l'entretien et la gestion de la qualité de la circulation des billets en euros font partie des missions fondamentales de la Banque de France, telles que définies par le *Code monétaire et financier* [1]. Dans les départements d'outre-mer et les collectivités de Saint-Pierre-et-Miquelon, Saint-Barthélemy et Saint-Martin, la Banque de France en délègue l'exercice à l'Institut d'émission des départements d'outre-mer (IEDOM), dont l'activité est incluse dans les données mentionnées ci-après.

1|1 Les flux de billets ont diminué aux guichets des Instituts d'émission

En 2013, les prélèvements ont diminué de 2,9 % en volume (s'établissant à 7,4 milliards de coupures) et de 2,2 % en valeur (181,1 milliards d'euros). Sur la même période, les versements se sont repliés de 2,5 % en volume (7,2 milliards de coupures) et de 1,7 % en valeur (175,0 milliards d'euros).

La baisse des flux concerne l'ensemble des coupures à l'exception de celles de 50 € (+ 1,3 % pour les sorties, + 1,2 % pour les entrées) et de 200 € (+ 1,2 % pour les sorties, + 0,4 % pour les entrées). La coupure de 5 €, premier billet renouvelé dans le cadre de la mise en circulation de la nouvelle série « Europe », n'a pas vu ses flux aux guichets significativement modifiés, signe d'une introduction sans heurt (cf. encadré ci-après).

Ce recul se retrouve au niveau de la zone euro [2] : les entrées régressent de 0,9 % en volume et de 2,2 % en valeur tandis que les sorties fléchissent de 0,6 % en volume et de 0,5 % en valeur (cf. tableau 1).

Après la forte progression observée jusqu'en 2008 (hausse des prélèvements et des versements de 34,8 % en valeur entre 2003 et 2008), le niveau des flux s'est stabilisé en France : entre 2008 et 2013, les prélèvements ont reculé de 2,4 % et les versements de 1,6 % (cf. graphique 1).

Tableau 1 Évolution des flux de billets en valeur, France et Eurosystème (hors Pays-Bas), 2012-2013

(en milliards d'euros, variation en %)

		Billets versés aux guichets	Variation annuelle	Billets prélevés aux guichets	Variation annuelle
France	2013	175,0	- 1,7	181,1	- 2,2
	2012	177,9	0,8	185,0	0,4
Zone euro	2013	1 050,5	- 2,2	1 096,2	- 0,5
	2012	1 074,5	1,3	1 101,9	- 1,1

Sources : Banque de France et Banque centrale européenne (BCE).

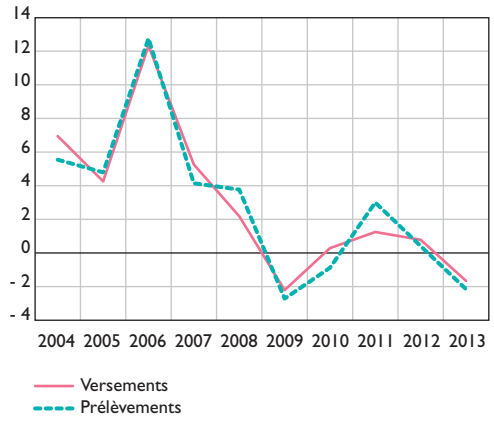
Deux éléments peuvent expliquer cette érosion :

- La crise économique qui, si elle a pu conduire à une hausse ponctuelle de la demande de coupures de thésaurisation [3], pèse sur la demande de coupures de transaction ;

- Le développement du recyclage externe (cf. glossaire), favorisé par l'adoption en 2005 au niveau européen du « Cadre pour la détection des contrefaçons et le tri qualitatif des billets par les établissements de crédit et les autres professionnels appelés à manipuler des espèces ». Après s'être traduit par une forte hausse des versements et des prélèvements aux guichets en 2006, l'encadrement de cette pratique a permis aux parties tierces (établissements de crédit, transporteurs,

Graphique 1 Taux de croissance des flux en valeur, France, 2004-2013

(en %)



Sources : Banque de France et BCE.

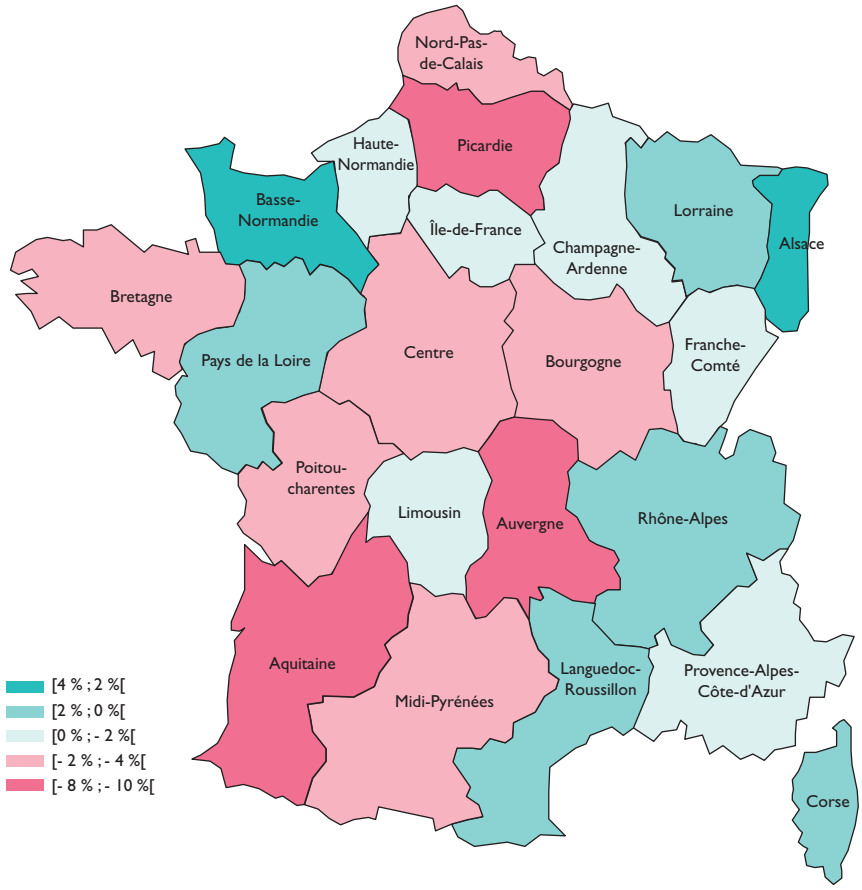
1 *Article L141-5 du* Code monétaire et financier.

2 *Les données concernant l'évolution des prélèvements et des versements de billets dans l'Eurosystème n'incluent pas les Pays-Bas, une évolution méthodologique propre à ce pays (prise en compte de l'activité des dépôts auxiliaires de billets) faisant apparaître des flux en forte hausse.*

3 *En octobre 2008, mois suivant la faillite de Lehmann Brothers, les sorties de 500 € ont été multipliées par 2,6 par rapport au mois d'octobre 2007, les sorties de 200 € par 1,8 et les sorties de 100 € par 1,3. Les coupures de thésaurisation ont ainsi justifié leur utilité en cas de choc affectant le système financier.*

Taux d'évolution des versements en valeur aux guichets de la Banque de France entre 2012 et 2013

(en %)



Source : Banque de France

commerçants) de la développer : à fin 2013, 6 602 agences bancaires distribuent des billets recyclés, soit une hausse de 8,3 % par rapport à fin 2012.

L'observation de l'évolution des flux sur une base géographique permet de confirmer l'impact du recyclage, puisque dans les trois régions (Aquitaine, Auvergne, Picardie) qui enregistrent la baisse des flux la plus marquée, cette diminution résulte du développement de cette pratique par d'importants groupes bancaires. Les entrées reculent ainsi, en valeur, de 9,6 % en Aquitaine, de 9,0 % en Auvergne et de 8,6 % en Picardie tandis que les sorties se contractent de 9,5 % en Auvergne, de 9,4 % en Aquitaine et de 7,6 % en Picardie.

Au-delà de ces trois régions, la diminution des flux aux guichets de la Banque, quoique d'ampleur inégale, concerne la quasi-totalité du territoire : seules la Basse-Normandie et l'Alsace enregistrent une hausse significative de leurs entrées (+ 2,5 % en Basse-Normandie, + 2,0 % en Alsace) et de leurs sorties (respectivement + 4,7 % et + 2,0 %).

1|2 Les émissions nettes françaises : une prépondérance des coupures de faible valeur faciale

Depuis l'introduction de l'euro fiduciaire en 2002, le concept de « circulation fiduciaire » est devenu caduc au niveau national, pour ne garder de sens qu'à l'échelle de la zone euro. Il correspond à l'ensemble des billets ou des pièces en euro en circulation, y compris hors zone euro [4], et se calcule comme la somme des coupures (pièces ou billets) mises en circulation diminuée de la somme des coupures retirées de la circulation.

4 *La Banque centrale européenne estime entre 14 % et 25 % la part des billets en euros détenus hors de l'Eurosystème, confirmation du rôle international de la monnaie unique.*

ENCADRÉ

La mise en circulation du nouveau billet de 5 €

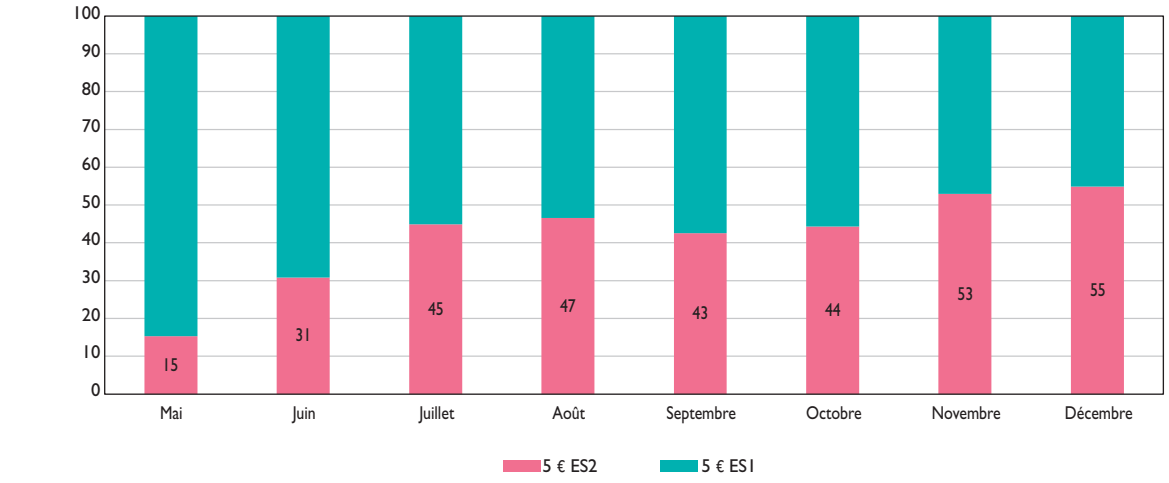
Le 2 mai 2013 a eu lieu le lancement du nouveau billet de 5 €, première coupure de la série « Europe » (dénommée ES2) qui doit progressivement remplacer la gamme de billets en circulation [1].

L'émission de cette nouvelle gamme, envisagée de longue date, vise à pérenniser la confiance que le public accorde à l'euro fiduciaire : quoique visuellement proche de la première coupure, le nouveau billet de 5 € présente, en effet, des signes de sécurité renforcés, rendant sa contrefaçon plus difficile. En outre, ce renouvellement a été l'occasion d'accroître la durabilité du billet par l'application d'un vernis protecteur, ainsi que de rendre plus aisée son utilisation par les personnes malvoyantes.

Grâce à un important travail de préparation, le lancement de la nouvelle coupure s'est déroulé sans incident majeur : les comportements aux guichets de la Banque de France n'ont pas été modifiés par l'introduction du nouveau billet, signe que la nouvelle coupure s'est substituée en douceur à l'ancienne (dénommée ES1). La nouvelle coupure s'est de plus diffusée rapidement auprès du public : à fin 2013, sur la base des données issues du tri, la part du 5 € ES2 dans les entrées françaises est estimée à 55 % (cf. graphique).

Part de la coupure de 5 € ES2 dans le tri de 5 € en France en 2013

(en %)



Source : Banque de France.

La réussite du lancement du 5 € ES2 ouvre la voie au renouvellement du reste de la gamme, la mise en circulation des nouvelles coupures devant se poursuivre au rythme d'une par an : le lancement du 10 € ES2, prochaine coupure concernée, est prévu pour le 23 septembre 2014.

1 *Pour une présentation détaillée du lancement de la nouvelle coupure de 5 €, lire Marchand et Palazzeschi (2013) « L'innovation au cœur du fiduciaire : le premier billet de la série Europe », Bulletin de la Banque de France, n°194, p. 119-135.*

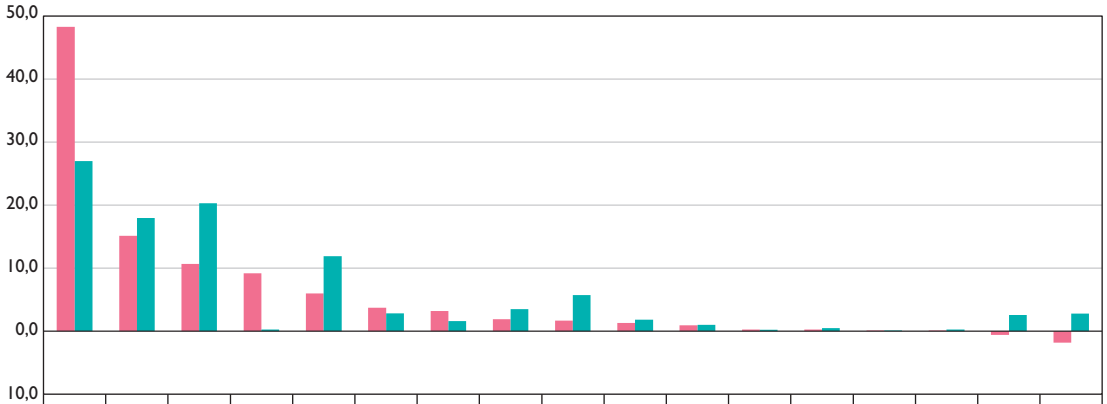
Au niveau des banques centrales nationales (BCN), ce calcul est désormais rattaché à la notion d'« émissions nettes » [5], qui diffère de la circulation fiduciaire en raison de l'existence de flux de pièces et de billets entre les pays ayant adopté la monnaie unique, qui ne sont pas enregistrés.

Illustration de l'importance de ces flux, à fin 2013, quinze des dix-sept banques centrales de l'Eurosystème ont reçu à leurs guichets plus de billets qu'elles n'en ont émis depuis 2002 pour au moins l'une des coupures. Pour deux d'entre elles (Autriche et Portugal), la valeur des billets

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

Graphique 2 Comparaison des parts respectives des BCN de l'Eurosystème dans les émissions nettes en valeur et de leur clé en capital de la BCE

(en %)



	DE	IT	FR	LU	ES	GR	IE	BE	NL	FI	SK	CY	SI	MT	EE	PT	AT
Émissions nettes	48,3	15,1	10,7	9,2	6,0	3,7	3,2	1,9	1,7	1,3	0,9	0,2	0,2	0,1	0,1	- 0,6	- 1,8
Clé en capital	27,0	17,9	20,3	0,3	11,9	2,8	1,6	3,5	5,7	1,8	1,0	0,2	0,5	0,1	0,3	2,5	2,8

Source : BCE.

reçus à leurs guichets est supérieure à la valeur des billets qu'elles ont émis, toutes coupures confondues (cf. graphique 2).

Au 31 décembre 2013, les émissions nettes françaises s'établissent à 3,9 milliards de coupures, pour une contre-valeur de 102,0 milliards d'euros (cf. tableau 2). Elles totalisent ainsi 23,8 % des émissions nettes de l'Eurosystème en volume (16,5 milliards de coupures), contre seulement 10,7 % en valeur (956,2 milliards d'euros), ce décalage s'expliquant par la structure des émissions nettes françaises, caractérisée par l'importance des coupures de 10 € et de 20 € (cf. graphiques 3).

Tableau 2 Émissions nettes de billets au 31/12/2013, France et Eurosystème

(en millions de coupures, milliards d'euros)

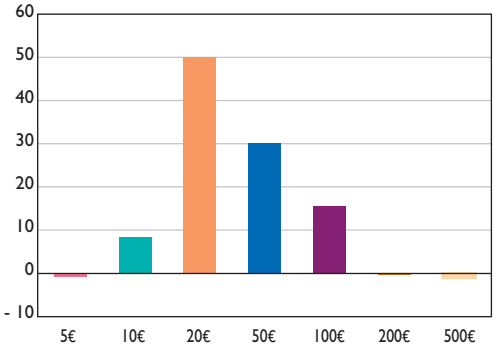
	France		Eurosystème	
	Volume	Valeur	Volume	Valeur
5 €	- 157,2	- 0,8	1 672,4	8,4
10 €	829,8	8,3	2 155,6	21,6
20 €	2 507,3	50,1	3 088,8	61,8
50 €	602,2	30,1	6 962,8	348,1
100 €	155,8	15,6	1 850,0	185,0
200 €	- 1,9	- 0,4	198,9	39,8
500 €	- 1,9	- 1,0	583,1	291,6
Total	3 934,0	102,0	16 511,7	956,2

Sources : Banque de France et BCE.

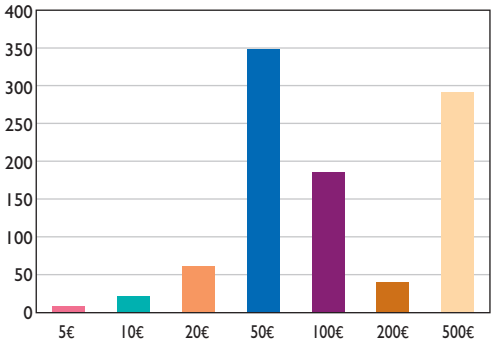
Graphiques 3 Émissions nettes par coupure au 31 décembre 2013, France et Eurosystème

(en milliards d'euros)

a) France



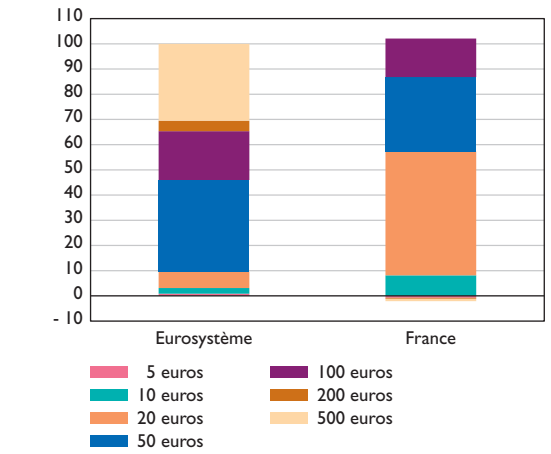
b) Eurosystème



Sources : Banque de France et BCE.

Graphique 4 Part des différentes coupures dans les émissions nettes en valeur, France et Eurosystème

(en %)



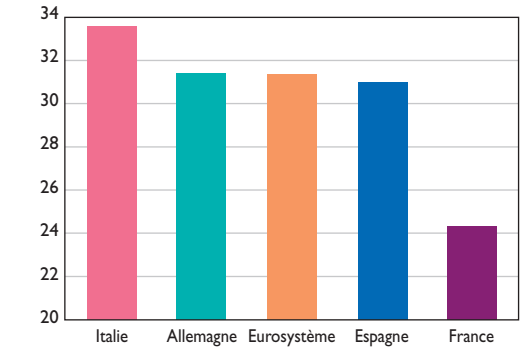
Sources : Banque de France et BCE.

La part de la coupure de 20 € dans les émissions nettes françaises, en particulier, illustre la place qu'elle occupe dans les distributeurs automatiques de billets [6] : en valeur, elle rassemble, à elle seule, 49,2 % des émissions nettes françaises (contre 6,5 % des émissions nettes européennes), devant la coupure de 50 € (29,5 % des émissions nettes françaises contre 36,4 % des émissions nettes européennes cf. graphique 4).

Cet état de fait se traduit par une valeur plus faible, en moyenne, des coupures prélevées que dans le reste de l'Eurosystème (cf. graphique 5).

Graphique 5 Valeur moyenne du billet prélevé aux guichets des principales banques centrales nationales en 2013

(en euros)



Source : BCE.

I|3 Les émissions nettes françaises continuent de décélérer malgré le dynamisme des émissions de 50 €

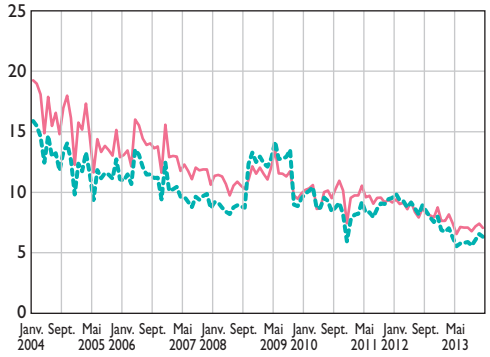
Témoins de l'existence de migrations au sein de la zone euro, la valeur des versements de certaines coupures est supérieure à celles de leurs sorties : le billet de 5 € depuis août 2006, de 200 € depuis mars 2013 et de 500 € depuis avril 2013.

Avec un accroissement des émissions nettes, en glissement annuel, de 7,1 % en volume et de 6,3 % en valeur en France, de 5,3 % en volume et de 4,8 % en valeur dans l'Eurosystème, l'année 2013 confirme la baisse tendancielle du taux de croissance des émissions, observée tant au niveau français qu'européen (cf. graphiques 6).

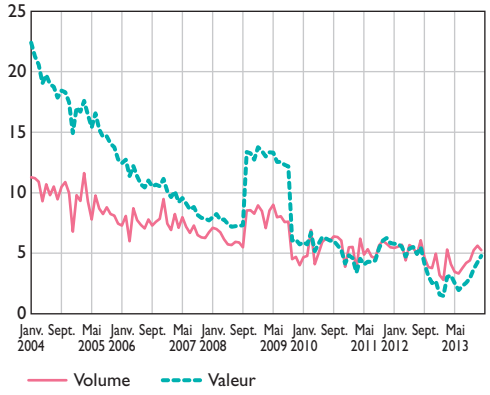
Graphiques 6 Évolution du taux de croissance des émissions nettes de billets depuis 2004, France et Eurosystème

(en glissement annuel)

a) France



b) Eurosystème

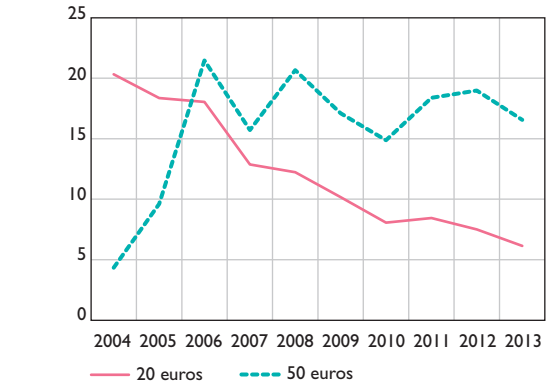


Sources : Banque de France et BCE.

6 *D'après une enquête réalisée en juin 2010 par la Banque de France auprès des principaux établissements de crédit français, près de la moitié des coupures mises à disposition du public dans les distributeurs automatiques des billets sont des coupures de 20 €.*

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

(en %)



Source : Banque de France.

En France, la coupure de 50 € connaît désormais la progression la plus marquée (+ 16,6 %, cf. graphique 7), devant les coupures de 10 €, 20 € et 100 € (respectivement + 6,4 %, + 6,1 % et + 5,3 %) alors que les versements sont supérieurs aux prélèvements pour les coupures de 5 €, 200 € et 500 €. La France se démarque ainsi de la zone euro dans son ensemble, où les plus fortes hausses concernent les coupures de 100 € (+ 8,4 %), de 50 € (+ 8,2 %) et de 200 € (+ 8,0 %).

2| Forte baisse des flux de monnaies métalliques et croissance modérée des émissions nettes

La Banque de France n'exerce pas, pour les monnaies métalliques, les mêmes missions que pour les billets. En effet, tandis qu'aux termes du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, la compétence en matière de billets revient à la Banque centrale européenne (BCE) et aux Banques centrales nationales, l'émission des pièces en euro demeure du ressort des États [7].

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

- la Monnaie de Paris, établissement public à caractère industriel et commercial, qui fabrique les pièces en euros ;
- la Banque de France, qui effectue la mise en circulation et le retrait des monnaies sur le territoire métropolitain pour le compte du Trésor [8], auprès duquel elle exerce également un rôle de conseil dans la détermination du plan de frappe ;
- l'IEDOM, qui assure la mise en circulation et le retrait des monnaies pour le compte du Trésor dans sa zone d'intervention.

2|1 Les flux de monnaies en fort recul

L'année 2013 se caractérise par une forte baisse des flux de pièces accélérant, en cela, la tendance observée depuis plusieurs années : les entrées se sont ainsi élevées à 1,07 milliard de pièces pour une contre-valeur de 681 millions d'euros, soit une diminution de 8,1 % en volume et 7,0 % en valeur pendant que les sorties se sont contractées de 7,0 % en volume et de 7,1 % en valeur, s'établissant à 1,90 milliards de pièces pour une contre-valeur de 773 millions d'euros.

Au niveau de la zone euro, si les flux ont augmenté en volume (+ 4,6 % pour les entrées, + 1,8 % pour les sorties), ils ont quasiment stagné en valeur (– 0,3 % pour les entrées et -0,8 % pour les sorties), du fait de la progression des pièces rouges et du recul des valeurs faciales les plus élevées (cf. tableau 3).

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

(en millions d'euros, variation en %)

		Pièces versées aux guichets	Variation annuelle	Pièces prélevées aux guichets	Variation annuelle
France	2013	681	- 7,0	773	- 7,1
	2012	732	0,3	832	- 0,7
Zone euro	2013	6 474	- 0,3	7 022	- 0,8
	2012	6 495	- 1,3	7 081	- 4,1

Sources : Banque de France et BCE.

7 *La BCE conserve toutefois un contrôle sur le volume de pièces mis en circulation, l'article 106 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, paragraphe 2, stipulant que « les États membres peuvent émettre des pièces en euro, sous réserve de l'approbation, par la BCE, du volume de l'émission ».*

8 *Les modalités d'exercice de cette mission sont définies dans une convention signée entre la Banque de France et l'État en 1994.*

2|2 Des émissions nettes de pièces en faible croissance

Au 31 décembre 2013, les émissions nettes de pièces atteignent, en France, 17,1 milliards de coupures pour une contre-valeur de 3,0 milliards d'euros. Elles représentent 16,1 % du volume des émissions nettes européennes (106,0 milliards de coupures) et 12,3 % de leur valeur (24,2 milliards d'euros).

En termes de répartition par coupure, les émissions nettes françaises ne se distinguent pas significativement des émissions nettes européennes, si ce n'est par une plus faible valeur moyenne. Les pièces rouges (1 c, 2 c et 5 c) correspondent ainsi à 69,8 % du volume des émissions nettes françaises (contre 62,7 % de la circulation fiduciaire européenne), devant les pièces jaunes (10 c, 20 c et 50 c) qui totalisent 22,9 % des émissions nettes françaises (26,3 % des émissions nettes européennes) et les coupures bimétalliques (7,2 % des émissions nettes françaises contre 11,0 % de la circulation européenne).

En glissement annuel, la croissance des émissions nettes françaises atteint 5,1 % en volume et 3,2 % en valeur, alors qu'elle s'établit à 3,8 % en volume et 2,3 % en valeur pour la zone euro dans son ensemble.

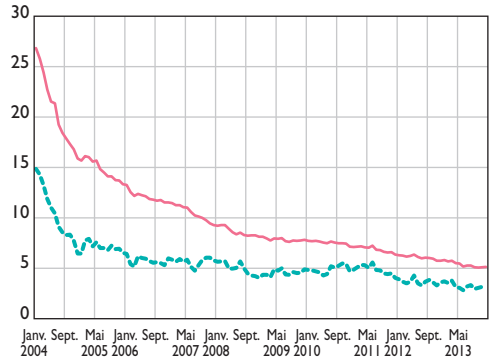
Cette évolution confirme la tendance à la baisse de la croissance des émissions nettes, observée tant pour la France que pour la zone euro. Sur la période 2004–2008, les émissions nettes françaises ont connu un taux de croissance annuel moyen de 11,6 % en volume et de 5,8 % en valeur, contre 6,4 % en volume et 4,1 % en valeur durant la période 2009-2013 (cf. graphiques 8).

En France comme dans la zone euro dans son ensemble, la croissance du volume des émissions nettes est avant tout portée par les coupures de faible valeur faciale. À fin 2013, les pièces rouges représentent 81,1 % de la croissance totale des émissions nettes françaises et 79,6 % de la croissance des émissions nettes européennes. La croissance en valeur, en revanche, découle principalement en France de la progression des émissions nettes de la coupure de 2 €, la coupure de 1 € voyant ses émissions nettes se contracter (cf. tableau 4).

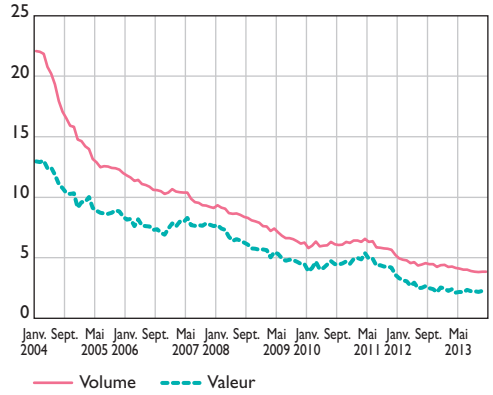
Graphiques 8 Évolution du taux de croissance des émissions nettes de pièces depuis 2004, France et Eurosystème

(en glissement annuel)

a) France



b) Eurosystème



Sources : Banque de France et BCE.

Tableau 4 Évolution des émissions nettes de pièces, France et Eurosystème, 2012-2013

(en millions d'euros, variation en %)

	France			Zone euro		
	2012	2013	Variation annuelle	2012	2013	Variation annuelle
0,01 €	48	51	6,8	262	277	5,8
0,02 €	79	84	5,7	411	432	5,1
0,05 €	124	130	5,0	828	857	3,5
0,1 €	192	200	4,3	1 241	1 272	2,5
0,2 €	250	257	2,9	1 915	1 951	1,9
0,5 €	306	313	2,2	2 670	2 716	1,7
1 €	527	523	- 0,9	6 465	6 513	0,7
2 €	1 362	1 423	4,5	9 866	10 189	3,3
Total valeur	2 889	2 981	3,2	23 658	24 208	2,3

Source : Banque de France et Banque centrale européenne.

Glossaire

Circulation fiduciaire

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

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

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

Clé en capital

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

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

Émissions nettes

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

Eurosystème

Ensemble formé par la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales des États membres de l'Union européenne ayant adopté l'euro. L'Eurosystème comprenait dix-sept pays au 31 décembre 2013, rejoints par la Lettonie le 1er janvier 2014.

Prélèvement/sortie

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

Recyclage externe

La gestion de la monnaie fiduciaire est l'une des missions fondamentales de la Banque de France, qui trie systématiquement l'ensemble des billets versés à ses guichets pour s'assurer de leur qualité et lutter contre la contrefaçon.

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

Depuis l'adoption au niveau européen en 2005 du « Cadre pour la détection des contrefaçons et le tri qualitatif des billets par les établissements de crédit et les autres professionnels appelés à manipuler des espèces », les parties tierces qui le désirent disposent d'un cadre juridique leur permettant de recycler les espèces, sous réserve de la signature d'une convention avec la Banque de France, et sous son contrôle.

Sorties nettes

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

Versement/entrée

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

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 – France	S7
6	Compte de transactions courantes – Principales composantes – France	S8
7	Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France	S9
8	Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France	S10
9	Balance des paiements (données mensuelles) – France	S11
10	Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)	S12

Monnaie, placements et financements

11	Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro	S13
12	Situation mensuelle de la Banque de France	S14
13	Dépôts – France	S15
14	Dépôts à terme – France	S16
15	Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France	S17
16	Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente, hors découverts – France	S18
17	Placements et financements des sociétés d'assurance et fonds de pension – Zone euro et France	S19
18	Placements et financements des ménages – Zone euro	S20
19	Placements et financements des ménages – France	S21
20	Placements et financements des sociétés non financières – Zone euro	S22
21	Placements et financements des sociétés non financières – France	S23
22	Taux de rémunération des dépôts bancaires – France et zone euro	S24
23	Taux d'intérêts des crédits bancaires – France et zone euro	S25
24	Taux d'usure des crédits aux particuliers et coût du crédit aux entreprises – France	S26

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

27 Taux d'intérêt S27
28 Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro S28
29 Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires S29
30/31 Titres de créances négociables – France S30/S31
32 Titres d'OPCVM – France S32
33 Émissions de titres de dette et d'actions cotées par les résidents français S33
34 Émissions de titres de dette et d'actions cotées des résidents français par secteur émetteur S34

Autres statistiques

35 État des défaillances d'entreprises par secteur – France S35
36 Systèmes de paiement de masse – France S36
37/38 Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne S37/S38
39 Systèmes de paiement de montant élevé – France S39

Notice méthodologique

S41

Séries chronologiques

S49

Avertissement

En janvier 2014, la Lettonie a rejoint la zone euro, portant à dix-huit le nombre des pays participants.

Sauf indication contraire, toutes les séries de données intégrant des observations relatives à 2014 ont trait à l'Euro 18 (la zone euro intégrant la Lettonie) pour l'ensemble des séries chronologiques. En ce qui concerne les taux d'intérêt, les statistiques monétaires, l'IPCH et les avoirs de réserve, les séries statistiques relatives à la zone euro tiennent compte des modifications de la composition de la zone.

Les séries de données relatives à la balance des paiements de la France sont présentées pour la première fois dans les statistiques du Bulletin *selon les prescriptions du* 6e Manuel de balance des paiements *du Fonds monétaire international.*

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

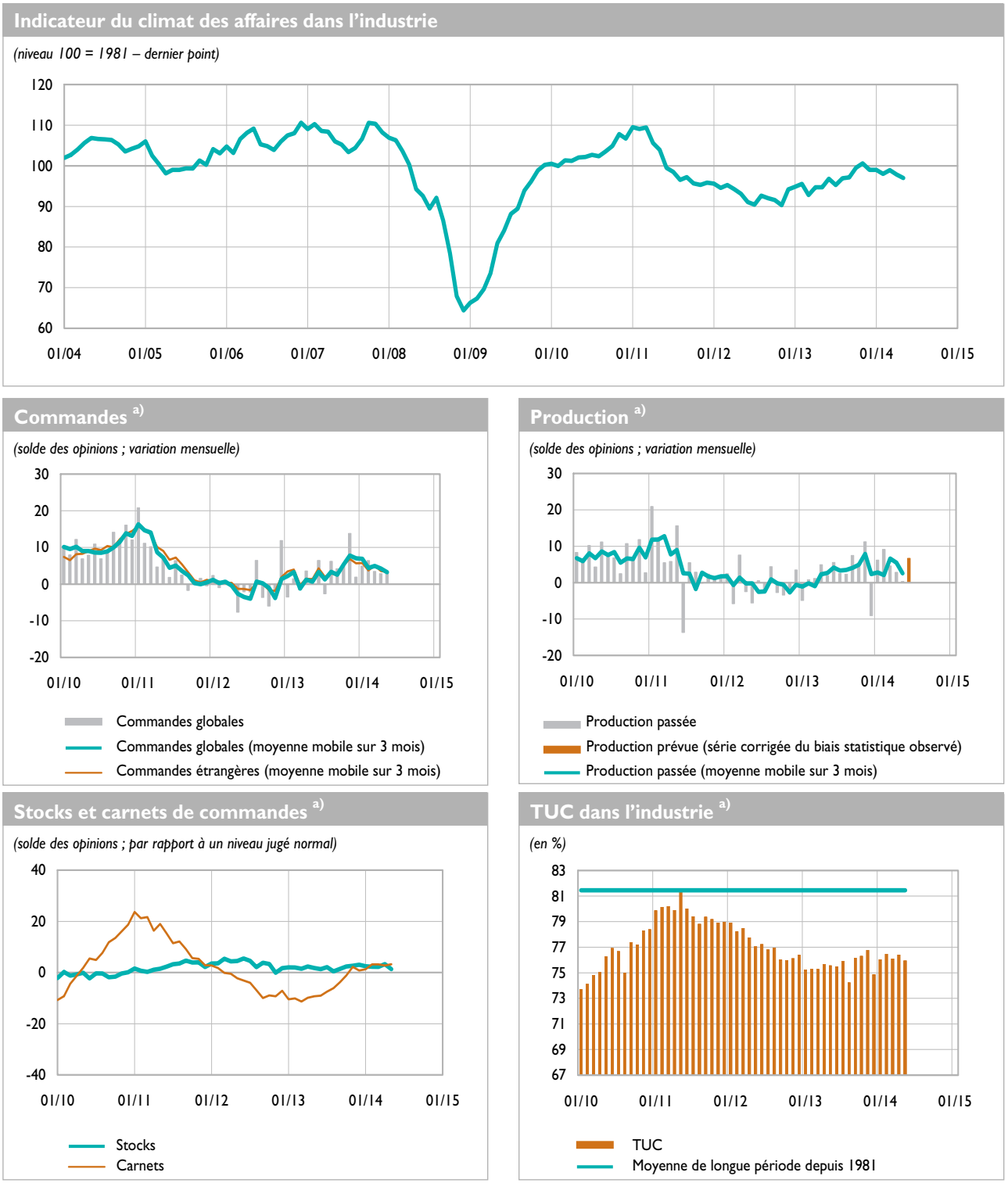
(NAF révision 2 ; données cvs)

	2013		2014				
	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai
Évolution de la production par rapport au mois précédent [a]							
Ensemble de l'industrie manufacturière	**11**	**-9**	**6**	**9**	**5**	**3**	**0**
Denrées alimentaires et boissons	17	-3	4	4	10	4	3
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	7	-6	9	7	4	3	-5
Industrie automobile	19	2	-3	4	-3	-6	-11
Autres matériels de transport	5	-2	11	4	7	3	-11
Autres produits industriels	9	-10	6	13	3	3	2
Production pour les prochains mois [a]							
Ensemble de l'industrie manufacturière	**0**	**12**	**6**	**3**	**5**	**0**	**7**
Denrées alimentaires et boissons	8	11	8	8	9	7	9
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	3	10	2	4	6	2	6
Industrie automobile	-7	6	4	-1	4	-1	8
Autres matériels de transport	2	9	4	6	2	-1	14
Autres produits industriels	4	13	7	4	5	2	7
Évolution des commandes de l'industrie manufacturière par rapport au mois précédent (ensemble) [a]							
Globales	**14**	**2**	**5**	**6**	**3**	**3**	**3**
Étrangères	11	0	6	5	4	2	4
Niveau du carnet de commandes [a]							
Ensemble de l'industrie manufacturière	**2**	**1**	**1**	**3**	**3**	**3**	**3**
Denrées alimentaires et boissons	-4	-2	-5	-4	-3	-4	-2
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	2	-3	3	4	5	1	1
Industrie automobile	-26	-29	-29	-21	-14	-20	-10
Autres matériels de transport	56	48	49	47	47	48	49
Autres produits industriels	1	2	3	4	2	5	3
Niveau des stocks de produits finis [a]							
Ensemble de l'industrie manufacturière	**3**	**3**	**2**	**2**	**2**	**3**	**1**
Denrées alimentaires et boissons	3	2	2	2	0	3	2
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	9	7	7	5	5	8	5
Industrie automobile	1	5	-1	-2	-1	0	-3
Autres matériels de transport	-2	-1	5	6	6	6	9
Autres produits industriels	2	3	1	2	2	2	0
Taux d'utilisation des capacités de production [b]							
Ensemble de l'industrie manufacturière	**76,8**	**74,9**	**76,0**	**76,5**	**76,1**	**76,4**	**75,9**
Évolution des effectifs (ensemble de l'industrie manufacturière) [a]							
Par rapport au mois précédent	0	0	0	0	1	-1	-1
Au cours des prochains mois	-2	-1	-2	-1	1	-2	-1
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie [c]							
	101	**99**	**99**	**98**	**99**	**98**	**97**

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 juin 2014

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 juin 2014

Figure 3
Indices des prix à la consommation [a)]

(glissement annuel)

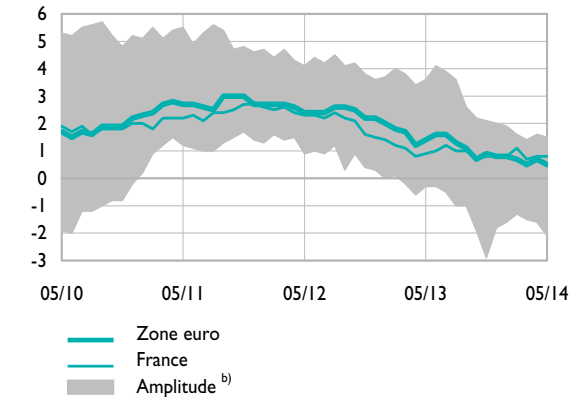
	2013				2014				
	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai
France	1,0	0,7	0,8	0,8	0,8	1,1	0,7	0,8	0,8
Allemagne	1,6	1,2	1,6	1,2	1,2	1,0	0,9	1,1	0,6
Italie	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,4	0,3	0,5	0,4
Zone euro	1,1	0,7	0,9	0,8	0,8	0,7	0,5	0,7	0,5
Royaume-Uni	2,7	2,2	2,1	2,0	1,9	1,7	1,6	1,8	1,5
Union européenne	1,3	0,9	1,0	1,0	0,9	0,8	0,6	0,8	0,6
États-Unis	1,2	1,0	1,2	1,5	1,6	1,1	1,5	2,0	2,1
Japon	1,0	1,1	1,6	1,6	1,4	1,5	1,6	3,4	nd

(moyenne annuelle) *(variation mensuelle)*

	2011	2012	2013	2013	2014				
				déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai
France	2,3	2,2	1,0	0,4	-0,6	0,6	0,5	0,0	0,0
Allemagne	2,5	2,1	1,6	0,5	-0,7	0,5	0,3	-0,3	-0,3
Italie	2,9	3,3	1,3	0,3	-2,1	-0,3	2,2	0,5	-0,1
Zone euro	2,7	2,5	1,4	0,3	-1,1	0,3	0,9	0,2	-0,1
Royaume-Uni	4,5	2,8	2,6	0,4	-0,6	0,6	0,2	0,3	-0,1
Union européenne	3,1	2,6	1,5	0,3	-0,9	0,3	0,7	0,2	-0,1
États-Unis	3,2	2,1	1,5	0,0	0,4	0,4	0,6	0,3	0,3
Japon	-0,3	0,0	0,4	0,1	-0,2	0,0	0,3	2,1	nd

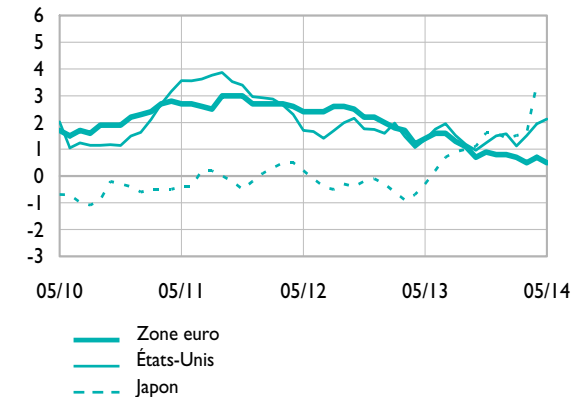
France et zone euro

(glissement annuel en %)



Comparaisons internationales

(glissement annuel en %)



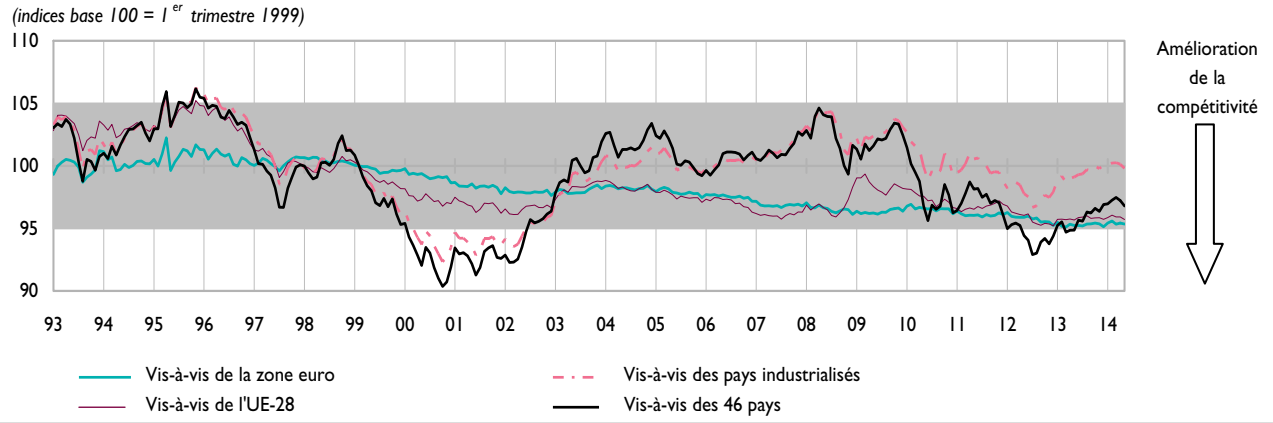
a) Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon (indices nationaux)
b) Écart entre les valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro (composition variable)

Sources : nationales, Eurostat

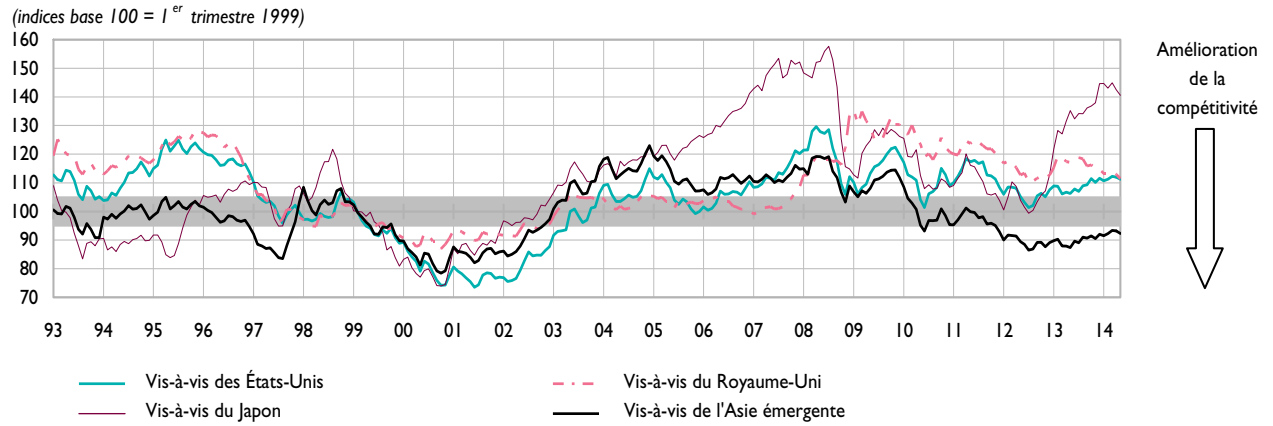
Réalisé le 20 juin 2014

Figure 4
Compétitivité de l'économie française

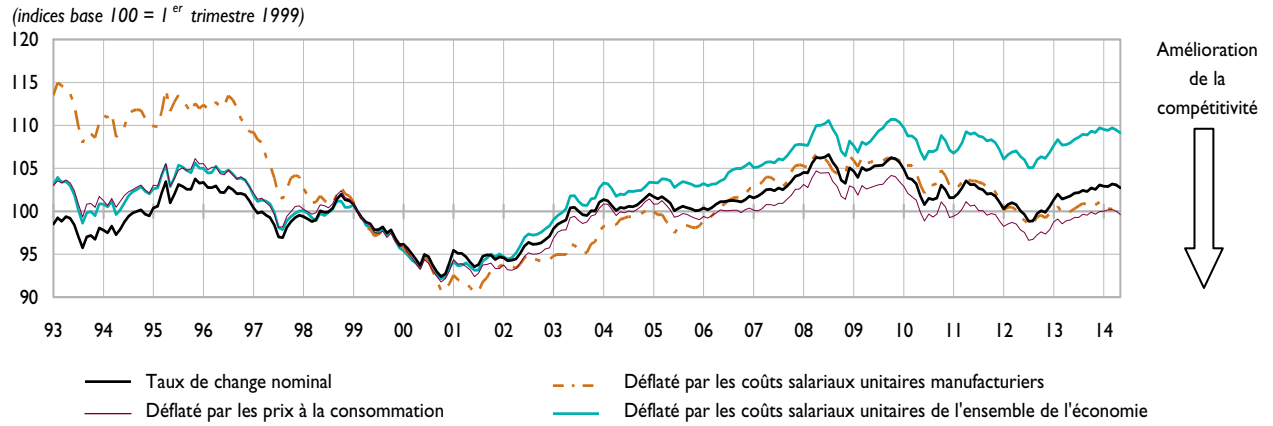
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation



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 juin 2014*

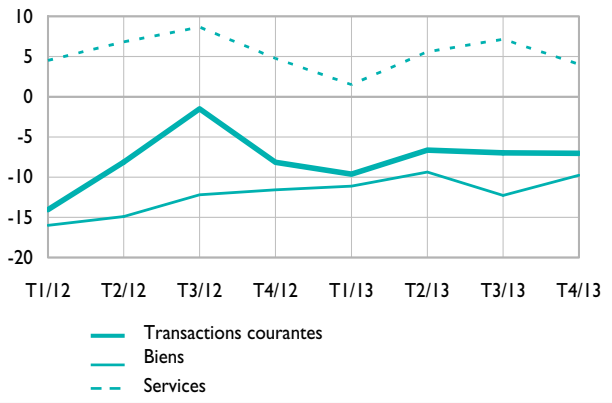
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France [a)]

(données brutes en milliards d'euros)

	2012	2013	2012	2013			
			T4	T1	T2	T3	T4
Compte de transactions courantes	**-31,8**	**-30,3**	**-8,1**	**-9,6**	**-6,6**	**-7,0**	**-7,0**
Biens	-54,6	-42,5	-11,6	-11,1	-9,4	-12,3	-9,8
Services	24,7	18,3	4,8	1,5	5,6	7,2	4,0
Revenus primaires	40,7	39,3	8,3	14,7	8,5	8,8	7,3
Revenus secondaires	-42,6	-45,3	-9,6	-14,7	-11,4	-10,6	-8,6
Compte de capital	0,5	1,8	0,6	0,0	1,1	0,1	0,6
Compte financier	**-21,0**	**-14,2**	**-13,6**	**8,8**	**-5,7**	**-4,3**	**-12,9**
Investissements directs	14,1	-5,1	5,3	2,9	-1,8	-4,2	-2,1
Français à l'étranger	*37,7*	*-0,2*	*4,8*	*2,3*	*-2,3*	*2,9*	*-3,2*
Étrangers en France	*23,6*	*4,9*	*-0,4*	*-0,6*	*-0,5*	*7,1*	*-1,1*
Investissements de portefeuille	-26,5	-69,8	-10,0	10,2	-23,7	-4,3	-52,0
Avoirs	*-1,7*	*66,3*	*0,2*	*52,9*	*10,4*	*16,6*	*-13,7*
Engagements	*24,9*	*136,1*	*10,2*	*42,8*	*34,1*	*20,9*	*38,3*
Instruments financiers dérivés	-14,3	-16,8	-9,1	-4,4	-6,1	0,7	-7,0
Autres investissements [b)]	1,7	79,0	-2,6	0,6	26,2	1,6	50,7
Avoirs de réserve	4,0	-1,5	2,8	-0,5	-0,3	1,9	-2,6
Erreurs et omissions nettes	**10,3**	**14,3**	**-6,0**	**18,4**	**-0,2**	**2,5**	**-6,5**

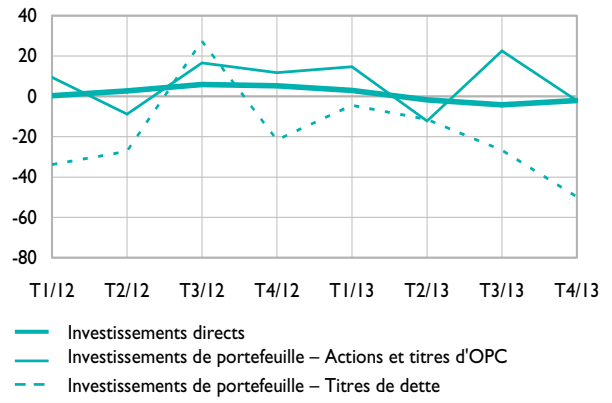
Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



a) La Balance des paiements est publiée conformément au 6ème manuel de Balance des paiements.
b) Opérations de prêts et emprunts.

Source : Banque de France

Réalisé le 20 juin 2014

Figure 6
Compte de transactions courantes – principales composantes – France [a)]

(données brutes en milliards d'euros)

	2012	2013	2012	2013			
			T4	T1	T2	T3	T4
Compte de transactions courantes	**-31,8**	**-30,3**	**-8,1**	**-9,6**	**-6,6**	**-7,0**	**-7,0**
Biens	**-54,6**	**-42,5**	**-11,6**	**-11,1**	**-9,4**	**-12,3**	**-9,8**
Exportations	*435,9*	*437,3*	*111,1*	*109,7*	*111,8*	*104,2*	*111,6*
Importations	*490,6*	*479,9*	*122,7*	*120,8*	*121,2*	*116,5*	*121,4*
Marchandises générales	-72,4	-64,1	-16,9	-17,0	-15,1	-16,7	-15,3
Négoce international	17,8	21,6	5,3	5,9	5,7	4,5	5,6
Services	24,7	18,3	4,8	1,5	5,6	7,2	4,0
Exportations	*184,0*	*192,0*	*45,0*	*41,5*	*48,9*	*52,9*	*48,6*
Importations	*159,2*	*173,7*	*40,2*	*40,0*	*43,3*	*45,8*	*44,6*
Services de fabrication fournis sur des intrants physiques détenus par des tiers	1,4	1,6	0,1	0,4	0,4	0,3	0,4
Services d'entretien et de réparation	2,8	2,0	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Transports	-0,3	-1,7	0,0	-0,6	-0,3	-0,5	-0,4
Voyages	10,7	10,4	1,1	0,7	3,8	5,3	0,5
Bâtiments et travaux publics	1,1	0,7	0,6	0,1	-0,1	0,0	0,8
Services d'assurance et de pension	1,0	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0
Services financiers	4,3	4,6	1,0	1,2	1,1	1,1	1,2
Commissions pour usage de propriété intellectuelle	3,1	1,1	0,8	0,0	0,3	0,2	0,5
Services de télécommunication, d'informatique et d'information	0,5	-1,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2
Autres services aux entreprises	0,5	1,2	0,4	-0,4	0,3	0,6	0,6
Services personnels, culturels et récréatifs	-0,7	-0,9	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2
Services des administrations publiques	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Services divers							
Revenus primaires	**40,7**	**39,3**	**8,3**	**14,7**	**8,5**	**8,8**	**7,3**
Rémunérations des salariés	15,7	15,9	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0
Revenus des investissements	16,7	14,1	3,2	3,1	4,3	5,1	1,5
Investissements directs	*39,1*	*34,2*	*6,7*	*5,0*	*16,2*	*7,3*	*5,7*
Investissements de portefeuille	*-18,7*	*-17,2*	*-2,5*	*-1,1*	*-11,2*	*-1,4*	*-3,5*
Autres investissements [b)]	*-4,1*	*-3,3*	*-1,1*	*-1,0*	*-0,8*	*-0,8*	*-0,7*
Avoirs de réserve	*0,4*	*0,5*	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*
Autres revenus primaires	*8,4*	*9,3*	*1,2*	*7,6*	*0,2*	*-0,3*	*1,8*
Revenus secondaires	**-42,6**	**-45,3**	*-9,6*	*-14,7*	*-11,4*	*-10,6*	**-8,6**
Administrations publiques	-28,6	-30,5	-5,6	-11,1	-7,8	-6,8	-4,8
Autres secteurs	-14,0	-14,8	-4,0	-3,6	-3,6	-3,8	-3,8
dont envois de fonds des travailleurs	*-8,2*	*-8,4*	*-2,1*	*-2,1*	*-2,1*	*-2,1*	*-2,1*
Compte de capital	0,5	1,8	0,6	0,0	1,1	0,1	0,6

a) La Balance des paiements est publiée conformément au 6ème manuel de Balance des paiements.
b) Opérations de prêts et emprunts

Source : Banque de France *Réalisé le 20 juin 2014*

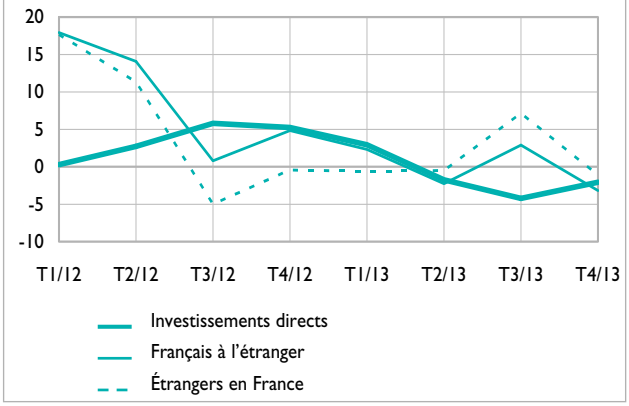
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France [a)]

(données brutes en milliards d'euros)

	2012	2013	2012	2013			
			T4	T1	T2	T3	T4
Compte financier	**-21,0**	**-14,2**	**-13,6**	**8,8**	**-5,7**	**-4,3**	**-12,9**
Investissements directs	14,1	-5,1	5,3	2,9	-1,8	-4,2	-2,1
Français à l'étranger	37,7	-0,2	4,8	2,3	-2,3	2,9	-3,2
dont capital social	*45,9*	*9,1*	*10,5*	*3,4*	*-0,2*	*2,6*	*3,3*
Étrangers en France	23,6	4,9	-0,4	-0,6	-0,5	7,1	-1,1
dont capital social	*12,3*	*17,5*	*4,2*	*4,9*	*4,1*	*4,5*	*4,0*
Investissements de portefeuille	-26,5	-69,8	-10,0	10,2	-23,7	-4,3	-52,0
Avoirs	-1,7	66,3	0,2	52,9	10,4	16,6	-13,7
Actions et titres d'OPC	*54,3*	*48,8*	*31,3*	*17,4*	*-4,5*	*20,4*	*15,6*
Titres de dettes à long terme (plus d'un an)	*-79,6*	*36,3*	*-10,9*	*20,1*	*7,9*	*3,2*	*5,1*
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	*23,7*	*-18,8*	*-20,2*	*15,4*	*7,0*	*-7,0*	*-34,3*
Engagements	24,9	136,1	10,2	42,8	34,1	20,9	38,3
Actions et titres d'OPC	*25,4*	*26,1*	*19,5*	*2,7*	*7,7*	*-2,0*	*17,7*
Titres de dettes à long terme (plus d'un an)	*36,5*	*82,0*	*10,3*	*20,1*	*25,0*	*3,6*	*33,4*
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	*-36,9*	*28,0*	*-19,7*	*19,9*	*1,5*	*19,4*	*-12,8*
Instruments financiers dérivés	-14,3	-16,8	-9,1	-4,4	-6,1	0,7	-7,0
Autres investissements [b)]	1,7	79,0	-2,6	0,6	26,2	1,6	50,7
Avoirs de réserve	4,0	-1,5	2,8	-0,5	-0,3	1,9	-2,6
Erreurs et omissions nettes	**10,3**	**14,3**	**-6,0**	**18,4**	**-0,2**	**2,5**	**-6,5**

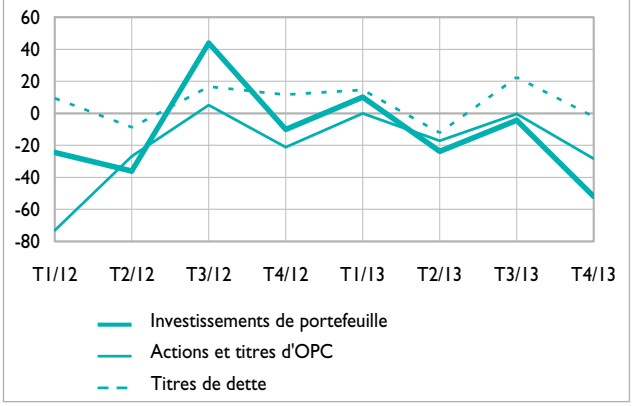
Investissements directs – soldes

(données brutes en milliards d'euros)



Investissements de portefeuille – soldes

(données brutes en milliards d'euros)



a) La Balance des paiements est publiée conformément au 6ème manuel de Balance des paiements.
b) Opérations de prêts et emprunts.

Source : Banque de France

Réalisé le 20 juin 2014

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

(données brutes en milliards d'euros)

	4e trimestre 2013					
	UEM [b)]	UE28 hors UEM [c)]	USA	Japon	Suisse	Chine
Compte de transactions courantes	**-8,0**	**-1,1**	**3,1**	**1,1**	**2,2**	**nd**
Recettes	*112,2*	*5,7*	*15,2*	*2,8*	*8,9*	*5,2*
Dépenses	*120,3*	*6,8*	*12,0*	*1,6*	*6,7*	*nd*
Biens	-18,5	-0,6	0,5	0,6	-0,5	-1,7
Recettes	*63,4*	*4,5*	*6,7*	*1,7*	*2,5*	*4,1*
Dépenses	*81,9*	*5,2*	*6,2*	*1,0*	*3,0*	*5,7*
Services	-0,6	-0,7	0,9	0,1	1,3	0,0
Recettes	*26,3*	*0,8*	*6,1*	*0,6*	*3,3*	*0,9*
Dépenses	*26,9*	*1,4*	*5,2*	*0,5*	*1,9*	*0,9*
Revenus primaires	15,3	0,4	1,7	0,4	2,2	nd
Recettes	*20,7*	*0,4*	*2,1*	*0,5*	*2,7*	*0,2*
Dépenses [d)]	*5,5*	*0,0*	*0,4*	*0,1*	*0,5*	*nd*
Revenus secondaires	*-4,3*	*-0,1*	*0,1*	*0,0*	*-0,8*	*-0,1*
Recettes	*1,8*	*0,0*	*0,3*	*0,0*	*0,5*	*0,0*
Dépenses	6,1	0,1	0,2	0,0	1,3	0,1
Compte financier						
Investissements directs	2,6	-0,4	-7,3	0,0	2,8	0,0
Français à l'étranger	*-1,7*	*0,0*	*-7,1*	*-0,2*	*4,0*	*0,0*
Étrangers en France	*-4,3*	*0,3*	*0,2*	*-0,1*	*1,2*	*0,0*
Investissements de portefeuille – Avoirs [e)]	-11,9	0,0	-6,4	7,9	-2,1	0,7
Actions et titres d'OPC	*8,0*	*0,0*	*-1,0*	*8,3*	*-2,1*	*0,6*
Titres de dette à long terme (plus d'un an)	*12,8*	*0,0*	*-4,1*	*-0,6*	*0,1*	*0,0*
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	*-32,7*	*0,0*	*-1,3*	*0,2*	*-0,1*	*0,1*
Autres investissements [f)]	-1,6	-3,4	-3,5	1,3	8,4	0,6

a) La Balance des paiements est publiée conformément au 6ème manuel de Balance des paiements.
b) 17 pays membres.
c) Danemark, Royaume-Uni, Suède, Institutions européennes et nouveaux pays membres (République tchèque, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Bulgarie, Roumanie, Croatie).
d) 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.
e) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements.
f) Opérations de prêts et emprunts.

Source : Banque de France

Réalisé le 20 juin 2014

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France [a)]

(données brutes en milliards d'euros)

	2014			
	janv.	fév.	mars	avril
Compte de transactions courantes	-3,8	-4,1	-2,6	-4,3
Biens	-6,3	-2,8	-3,0	-3,5
Services	1,1	1,0	1,8	1,9
Revenus primaires	6,5	4,8	2,5	0,8
Revenus secondaires	-5,0	-7,0	-4,0	-3,6
Compte de capital	0,0	0,5	0,3	0,1
Compte financier	**3,9**	**-15,4**	**0,6**	**-12,0**
Investissements directs	1,3	1,9	1,5	2,4
Français à l'étranger	*1,7*	*2,0*	*1,4*	*2,7*
Capital social	*1,3*	*1,3*	*0,8*	*1,9*
Bénéfices réinvestis	*0,5*	*1,0*	*1,0*	*1,0*
Autres opérations (prêts intragroupe)	*-0,2*	*-0,4*	*-0,4*	*-0,2*
Étrangers en France	*0,4*	*0,0*	*-0,1*	*0,3*
Capital social	*1,2*	*0,5*	*0,2*	*1,0*
Bénéfices réinvestis	*0,1*	*0,4*	*0,4*	*0,4*
Autres opérations (prêts intragroupe)	*-0,9*	*-0,9*	*-0,7*	*-1,1*
Investissements de portefeuille	31,1	-13,8	-46,1	29,5
Avoirs	*20,5*	*5,9*	*-22,4*	*14,6*
Actions et titres d'OPC	*-3,8*	*-4,9*	*-7,7*	*4,9*
Titres de dette à long terme (plus d'un an)	*13,8*	*3,4*	*1,1*	*3,2*
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	*10,4*	*7,4*	*-15,8*	*6,6*
Engagements	*-10,6*	*19,7*	*23,7*	*-14,9*
Actions et titres d'OPC	*-1,6*	*-1,5*	*2,6*	*-5,6*
Titres de dette à long terme (plus d'un an)	*-11,4*	*18,9*	*14,9*	*-1,9*
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	*2,4*	*2,4*	*6,3*	*-7,4*
Instruments financiers dérivés	-3,1	-1,5	-0,1	-1,9
Autres investissements [b)]	-28,3	-2,6	47,3	-42,4
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*-0,9*	*-15,2*	*21,1*	*-21,7*
Avoirs de réserve	3,0	0,6	-2,0	0,5
Erreurs et omissions nettes	**7,7**	**-11,8**	**3,0**	**-7,8**

a) La Balance des paiements est publiée conformément au 6ème manuel de Balance des paiements.
b) Opérations de prêts et emprunts.

Source : Banque de France

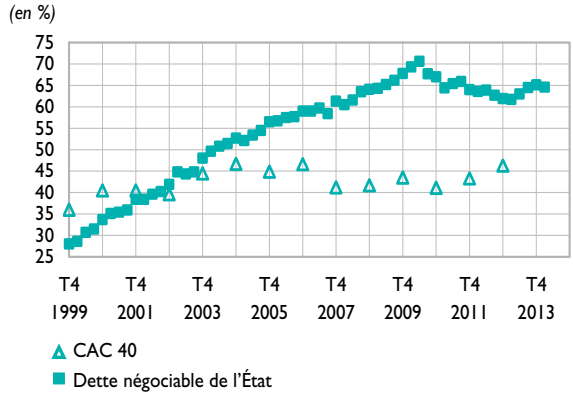
Réalisé le 20 juin 2014

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

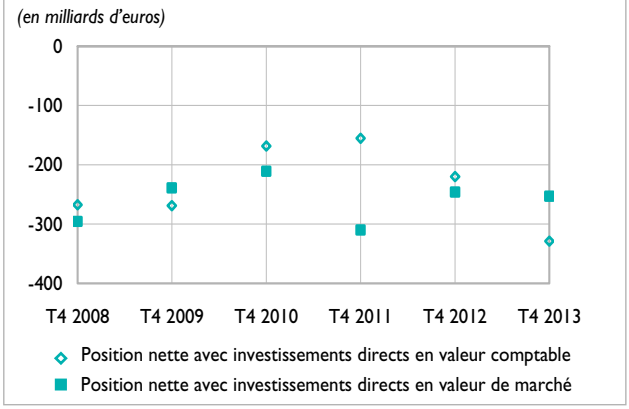
(en milliards d'euros)

	2009	2010	2011	2012	2013	2013
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T4
Créances	**5 427,2**	**5 731,9**	**5 962,1**	**6 016,3**	**5 741,4**	**5 741,4**
Investissements directs français à l'étranger	1 024,0	1 140,1	1 238,6	1 268,5	1 235,9	1 235,9
Capitaux propres	*736,3*	*839,1*	*874,5*	*914,6*	*897,3*	*897,3*
Autres opérations (prêts intragroupe)	*287,6*	*301,0*	*364,1*	*353,9*	*338,6*	*338,6*
Investissements de portefeuille	2 070,8	2 100,1	1 865,6	1 991,0	2 094,7	2 094,7
Instruments financiers dérivés	926,6	825,8	1 092,2	1 080,2	804,7	804,7
Autres investissements [b)]	1 313,5	1 541,4	1 632,7	1 536,8	1 501,1	1 501,1
Avoirs de réserve	92,4	124,5	133,1	139,9	105,1	105,1
Engagements	**5 696,1**	**5 900,3**	**6 117,4**	**6 236,2**	**6 070,2**	**6 070,2**
Investissements directs étrangers en France	690,8	733,1	811,2	824,8	825,2	825,2
Capitaux propres	*408,4*	*434,5*	*443,1*	*442,3*	*460,0*	*460,0*
Autres opérations (prêts intragroupe)	*282,5*	*298,6*	*368,1*	*382,5*	*365,2*	*365,2*
Investissements de portefeuille	2 290,0	2 420,9	2 412,2	2 612,1	2 819,3	2 819,3
Instruments financiers dérivés	998,3	873,6	1 136,6	1 125,4	869,8	869,8
Autres investissements [b)]	1 717,0	1 872,8	1 757,4	1 673,9	1 555,9	1 555,9
Position nette	**-268,8**	**-168,4**	**-155,3**	**-219,9**	**-328,7**	**-328,7**

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



a) La position extérieure est publiée conformément au 6ème manuel de Balance des paiements.
b) Opérations de prêts et emprunts

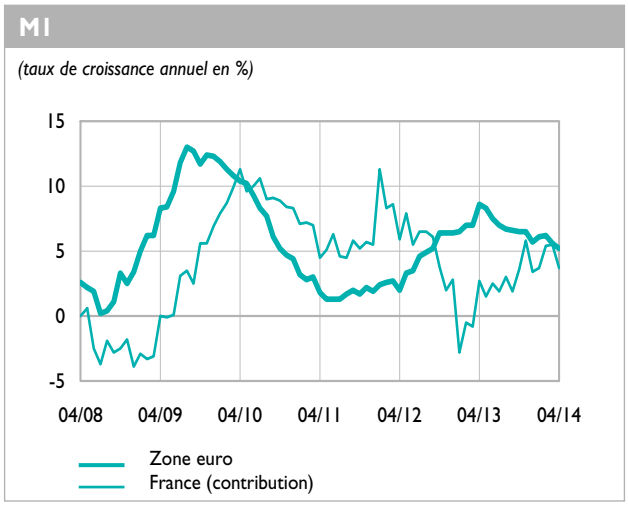
Source : Banque de France

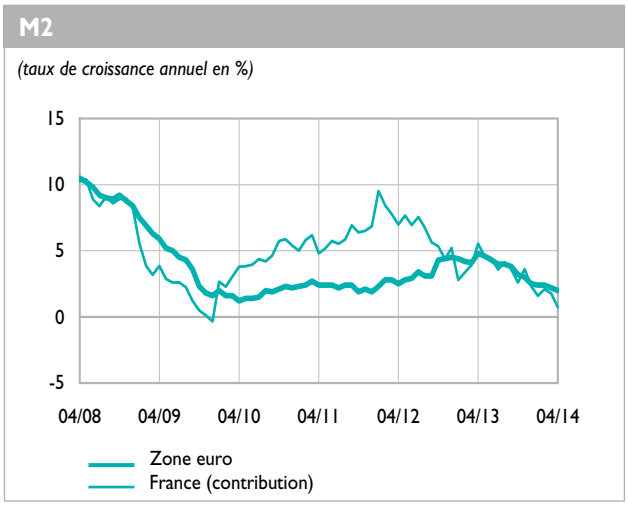
Réalisé le 20 juin 2014

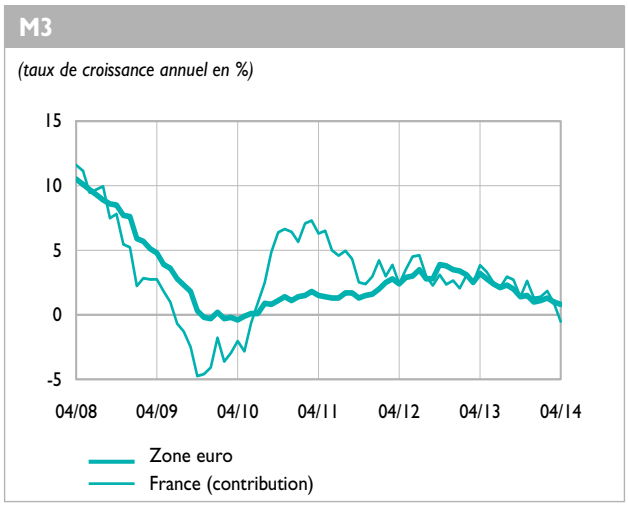
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

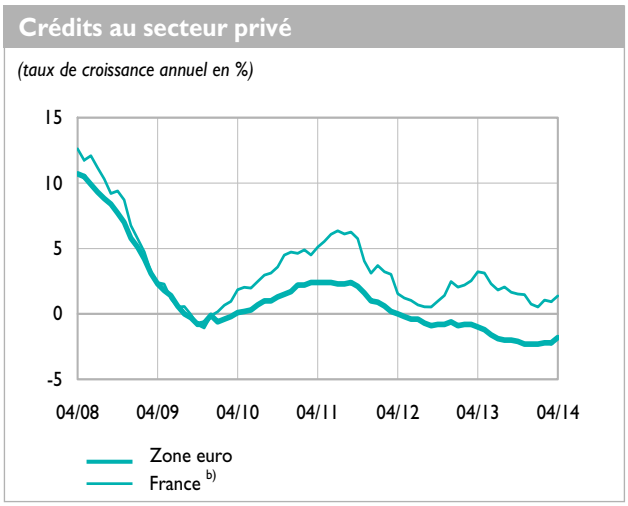
(taux de croissance annuel en %)

	2011	2012	2013	2013	2013			2014			
	déc.	déc.	déc.	avril	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril
M1											
Zone euro [a]	1,9	6,4	5,7	8,6	6,5	6,5	5,7	6,1	6,2	5,6	5,2
France (contribution)	5,5	2,8	3,4	2,7	3,6	5,8	3,4	3,7	5,4	5,5	3,7
M2											
Zone euro [a]	1,9	4,5	2,5	4,8	3,2	3,0	2,5	2,4	2,4	2,2	2,0
France (contribution)	6,8	5,2	2,3	5,5	2,6	3,6	2,3	1,6	2,1	1,8	0,7
M3											
Zone euro [a]	1,6	3,5	1,0	3,2	1,4	1,5	1,0	1,1	1,3	1,0	0,8
France (contribution)	3,0	2,6	1,3	3,8	1,4	2,6	1,3	1,4	1,8	0,9	-0,5
Crédits au secteur privé											
Zone euro [a]	1,0	-0,6	-2,3	-1,0	-2,1	-2,3	-2,3	-2,3	-2,2	-2,2	-1,8
France [b]	3,1	2,5	0,7	3,2	1,5	1,5	0,7	0,5	1,1	0,9	1,4









a) Données corrigées des effets saisonniers et calendaires
b) Crédits consentis par les IFM résidant en France aux résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations publiques

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 juin 2014*

Figure 12
Situation mensuelle de la Banque de France [a]

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

	2011	2012	2013	2013	2014			
	déc.	déc.	déc.	avril	janv.	fév.	mars	avril
Actif								
Territoire national	295,8	326,4	199,7	246,9	189,7	186,5	177,2	171,3
Crédits	218,4	234,2	127,1	163,8	117,3	115,6	107,5	103,3
IFM [b]	*218,2*	*234,0*	*127,0*	*163,6*	*117,1*	*115,4*	*107,3*	*103,1*
Administrations publiques	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Autres secteurs	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*
Titres autres que des actions	76,9	92,1	72,5	83,0	72,3	70,9	69,6	67,9
IFM	*34,1*	*32,2*	*25,2*	*25,5*	*25,6*	*25,8*	*26,1*	*26,9*
Administrations publiques	*42,9*	*59,9*	*47,3*	*57,5*	*46,7*	*45,0*	*43,5*	*41,0*
Autres secteurs	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Actions et autres participations	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres États de la zone euro [b]	106,8	87,6	91,4	94,0	91,9	92,5	92,4	91,0
Reste du monde [b]	110,5	114,9	88,3	106,5	93,6	91,8	86,9	92,0
Avoirs en or	95,3	98,8	68,2	87,4	72,6	75,3	73,5	72,8
Non ventilé par zone géographique [c]	105,3	109,6	107,6	103,0	101,1	100,3	102,5	102,2
Total	**713,6**	**737,3**	**555,2**	**637,8**	**549,0**	**546,4**	**532,6**	**529,4**
Passif								
Dépôts – Territoire national	185,6	200,3	116,0	124,5	96,0	98,7	105,3	84,6
IFM	176,2	194,8	112,2	122,0	94,4	97,2	104,1	83,4
Administrations publiques	8,9	4,9	3,3	1,8	0,7	0,8	0,4	0,5
Autres secteurs	0,5	0,6	0,6	0,7	0,9	0,7	0,7	0,8
Dépôts – Autres États de la zone euro	79,6	73,9	34,1	73,5	48,2	45,2	29,7	42,0
Dépôts – reste du monde	143,4	146,0	112,6	139,0	113,8	109,1	104,6	107,7
Non ventilé par zone géographique	305,0	317,1	292,5	300,8	291,0	293,5	293,0	295,0
Billets et pièces en circulation [d]	169,0	173,5	181,7	171,5	176,8	177,0	178,0	179,9
dont pièces [e]	*2,8*	*2,9*	*3,0*	*2,9*	*3,0*	*2,9*	*2,9*	*3,0*
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital, réserves et comptes de réévaluation	112,4	117,0	86,6	107,9	91,0	94,9	93,2	92,5
Autres	23,6	26,5	24,1	21,5	23,2	21,6	21,8	22,6
Total [f]	**713,6**	**737,3**	**555,2**	**637,8**	**549,0**	**546,4**	**532,6**	**529,4**

a) Ces statistiques sont transmises à la Banque centrale européenne, le 15e jour ouvré suivant le mois sous revue, dans le cadre de l'élaboration du bilan des institutions financières monétaires (règlement BCE/2008/32).
b) Ce montant intègre notamment les encours des opérations de marché.
c) Y compris l'ajustement lié au mode de comptabilisation des billets en euro au passif du bilan de la Banque de France depuis janvier 2002.
d) Depuis janvier 2002, les billets en circulation font l'objet d'un traitement statistique qui prend en compte les conventions comptables adoptées au niveau de la zone euro. Les billets en euros en circulation sont émis légalement à hauteur de 8 % par la Banque centrale européenne, le solde étant réparti entre les différents pays de la zone au prorata de la part détenue par chaque banque centrale nationale dans le capital de la BCE.
e) Bien que les pièces en circulation ne constituent pas un élément du passif des IFM de l'Union monétaire, mais un élément du passif des administrations publiques, leur montant est inclus dans les agrégats monétaires et, par convention, doit figurer dans le poste "billets et pièces en circulation". La contrepartie de cet élément du passif est incluse dans les "autres actifs". (Règlement BCE/2008/32.)
f) Le total du bilan comptable à fin 2013 rendu public en mars 2014 (550 mds) peut être obtenu en déduisant du total de la situation mensuelle à fin décembre 2013 (555,2 mds) : les pièces (3 mds) ainsi que les éléments liés au décalage comptable entre la situation établie dans les premiers jours de janvier 2014 et le bilan comptable, qui intègre les écritures d'arrêté (2,2 mds).

Source : Banque de France *Réalisé le 20 juin 2014*

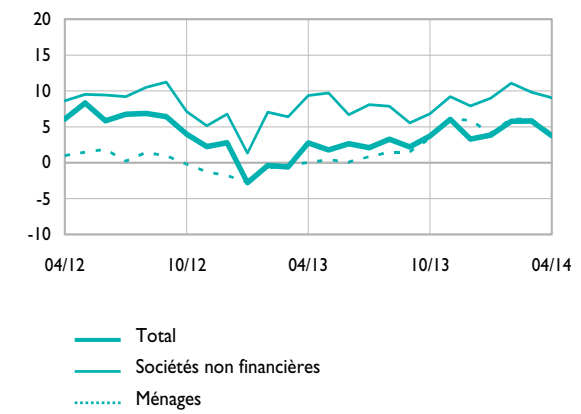
Figure 13
Dépôts – France

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

	2011	2012	2013	2013	2014			
	déc.	déc.	déc.	avril	janv.	fév.	mars	avril
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	546,3	555,9	582,3	543,3	553,3	555,5	563,7	569,2
Ménages et assimilés	*284,4*	*279,2*	*295,5*	*286,1*	*289,0*	*290,4*	*294,4*	*297,1*
Sociétés non financières	*203,3*	*214,7*	*231,2*	*202,1*	*214,0*	*216,1*	*218,9*	*220,0*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*58,6*	*62,0*	*55,7*	*55,1*	*50,3*	*49,0*	*50,5*	*52,1*
Autres agents	39,3	42,5	35,7	43,7	42,2	38,9	39,4	39,9
Total – Encours	**585,1**	**598,0**	**617,7**	**586,6**	**595,1**	**594,1**	**602,7**	**608,7**
Total – Taux de croissance	**5,3**	**2,8**	**3,3**	**2,7**	**3,8**	**5,8**	**5,8**	**3,8**
Comptes sur livret								
Livrets A et bleu	214,7	247,2	263,2	261,8	264,9	264,7	265,4	265,8
Comptes épargne-logement	36,1	35,2	33,4	34,8	33,2	32,8	32,7	32,5
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	69,4	92,0	100,7	98,4	101,4	101,5	101,9	102,2
Livrets d'épargne populaire	52,4	51,7	48,3	50,0	46,3	46,4	46,5	46,4
Livrets jeune	7,0	7,0	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	6,7
Livrets soumis à l'impôt	179,7	178,7	172,5	181,7	175,3	175,8	178,3	179,4
Total – Encours	**559,3**	**611,7**	**625,1**	**633,5**	**627,8**	**627,9**	**631,4**	**632,9**
Total – Taux de croissance	**7,3**	**9,4**	**2,2**	**9,0**	**0,9**	**0,8**	**0,8**	**-0,1**

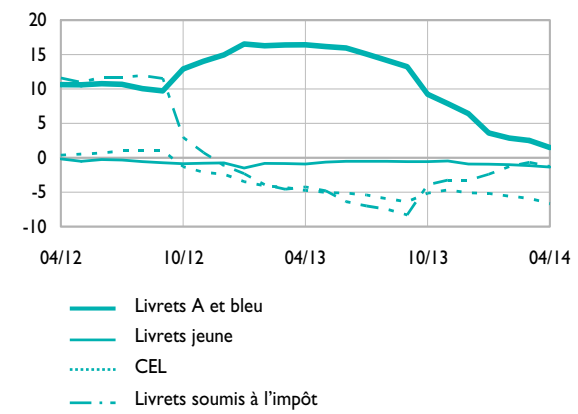
Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 juin 2014

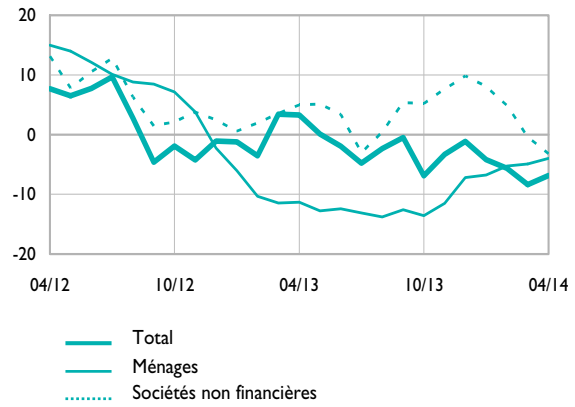
Figure 14
Dépôts à terme – France

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

	2011	2012	2013	2013	2014			
	déc.	déc.	déc.	avril	janv.	fév.	mars	avril
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	108,1	111,8	117,3	114,5	114,0	114,7	112,1	110,8
Ménages et assimilés	*31,7*	*30,9*	*28,6*	*29,8*	*28,6*	*28,6*	*28,5*	*28,5*
Sociétés non financières	*75,5*	*79,9*	*87,7*	*83,8*	*84,3*	*85,1*	*82,5*	*81,0*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*1,0*	*0,9*	*1,0*	*0,9*	*1,0*	*1,0*	*1,1*	*1,2*
Autres agents	42,7	40,7	33,5	40,2	31,2	29,4	30,7	33,4
Total – Encours	**150,9**	**152,5**	**150,7**	**154,7**	**145,2**	**144,1**	**142,8**	**144,2**
Total – Taux de croissance	**10,9**	**-1,1**	**-1,1**	**3,3**	**-4,2**	**-5,6**	**-8,4**	**-6,8**
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	306,7	328,9	342,2	331,4	344,0	346,1	347,3	348,7
Ménages et assimilés	*259,0*	*269,4*	*274,8*	*268,1*	*275,8*	*276,5*	*276,9*	*277,4*
PEL	*186,6*	*188,2*	*197,7*	*189,0*	*199,3*	*200,2*	*201,2*	*202,0*
PEP	*24,4*	*24,0*	*23,0*	*23,5*	*22,9*	*22,8*	*22,6*	*22,5*
Autres	*48,0*	*57,1*	*54,1*	*55,6*	*53,7*	*53,6*	*53,1*	*52,9*
Sociétés non financières	*46,6*	*58,1*	*65,5*	*61,6*	*66,2*	*67,5*	*68,2*	*69,3*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*1,1*	*1,4*	*1,9*	*1,6*	*1,9*	*2,1*	*2,1*	*2,1*
Autres agents	177,0	154,7	157,0	165,5	155,6	155,1	150,7	111,7
Total – Encours	**483,7**	**483,5**	**499,3**	**496,9**	**499,6**	**501,2**	**497,9**	**460,4**
Total – Taux de croissance	**18,8**	**0,3**	**3,4**	**0,0**	**2,3**	**2,1**	**0,8**	**-7,2**

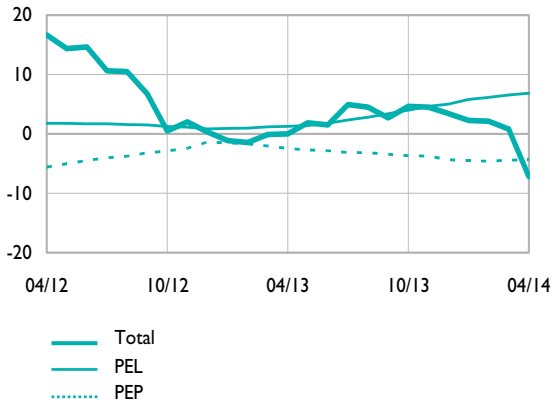
Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 20 juin 2014

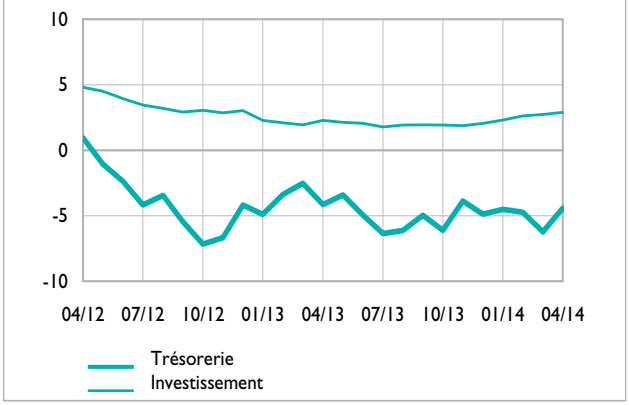
Figure 15
Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France

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

	2011	2012	2013	2013	2013	2014			
	déc.	déc.	déc.	avril	déc.	janv.	fév.	mars	avril
Crédits à la clientèle résidente									
Secteur privé	2 053,7	2 100,0	2 114,9	2 123,4	2 114,9	2 122,9	2 131,8	2 136,7	2 153,4
Administrations publiques	195,1	206,8	213,1	208,5	213,1	213,2	212,2	211,2	211,5
Total – Encours	**2 248,7**	**2 306,7**	**2 328,1**	**2 332,0**	**2 328,1**	**2 336,1**	**2 344,0**	**2 347,9**	**2 364,9**
Secteur privé	3,1	2,5	0,7	3,2	0,7	0,5	1,1	0,9	1,4
Administrations publiques	-6,7	6,1	2,8	5,6	2,8	1,7	2,4	2,1	1,4
Total – Taux de croissance	**2,2**	**2,8**	**0,9**	**3,4**	**0,9**	**0,6**	**1,2**	**1,0**	**1,4**
Crédits aux sociétés non financières									
Investissement	547,1	563,0	568,0	562,8	568,0	569,0	570,8	570,5	572,5
Trésorerie	187,5	174,1	167,5	173,4	167,5	169,3	167,4	167,3	169,1
Autres objets	81,2	82,0	81,3	80,4	81,3	78,8	79,0	79,3	77,8
Total – Encours	**815,9**	**819,1**	**816,7**	**816,7**	**816,7**	**817,1**	**817,2**	**817,1**	**819,4**
Total – Taux de croissance	**4,4**	**1,0**	**0,2**	**0,9**	**0,2**	**0,3**	**0,5**	**0,0**	**0,4**
Crédits aux ménages									
Habitat	847,0	874,2	907,0	883,2	907,0	907,0	909,9	910,6	911,8
Trésorerie	161,1	160,4	157,3	157,6	157,3	156,7	156,6	156,4	157,6
Autres objets	92,8	92,1	92,3	92,6	92,3	92,6	92,8	92,9	93,2
Total – Encours	**1 100,9**	**1 126,7**	**1 156,6**	**1 133,3**	**1 156,6**	**1 156,2**	**1 159,3**	**1 159,8**	**1 162,6**
Total – Taux de croissance	**5,6**	**2,3**	**2,5**	**2,0**	**2,5**	**2,5**	**2,9**	**2,6**	**2,6**

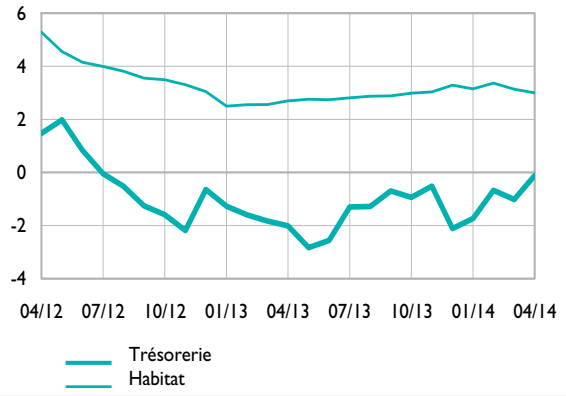
Crédits aux sociétés non financières – France

(taux de croissance annuel en %)



Crédits aux ménages – France

(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 juin 2014

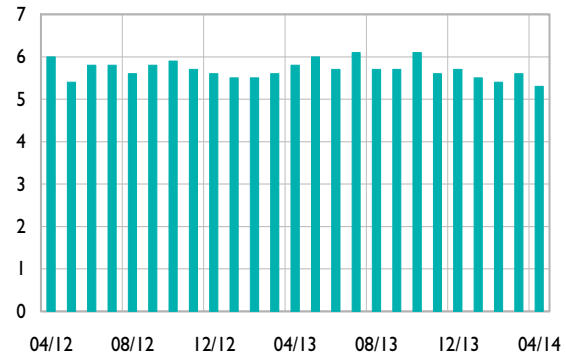
Figure 16
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente, hors découverts – France

(flux mensuel cvs en milliards d'euros)

	2013			2014		
	fév.	mars	avril	fév.	mars	avril
Crédits aux sociétés non financières						
Crédits ≤ 1 million d'euros [a)]	5,5	5,6	5,8	5,4	5,6	5,3
Crédits > 1 million d'euros [a)]	12,1	13,1	11,7	10,7	10,3	10,4
Crédits aux ménages						
Crédits de trésorerie aux entrepreneurs individuels et aux particuliers, hors crédits renouvelables à la consommation	3,9	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0
Crédits à l'habitat	9,8	11,5	12,8	11,7	9,7	10,0

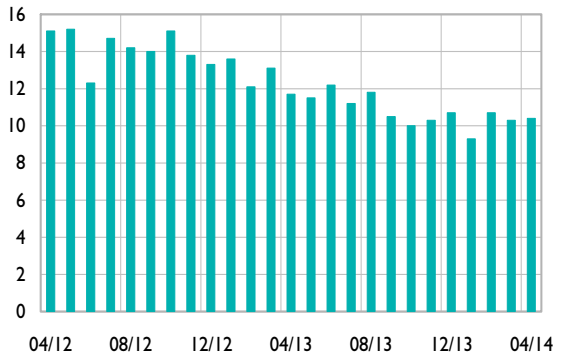
Sociétés non financières – Crédits ≤ 1 million d'euros

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



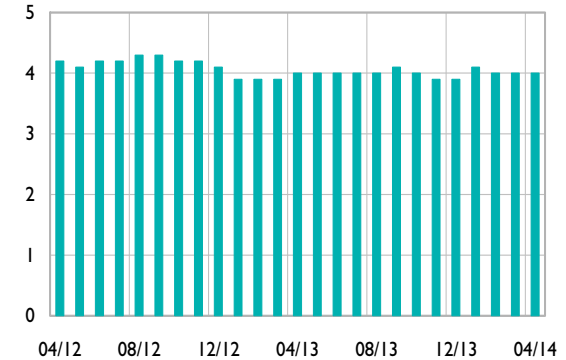
Sociétés non financières – Crédits > 1 million d'euros

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



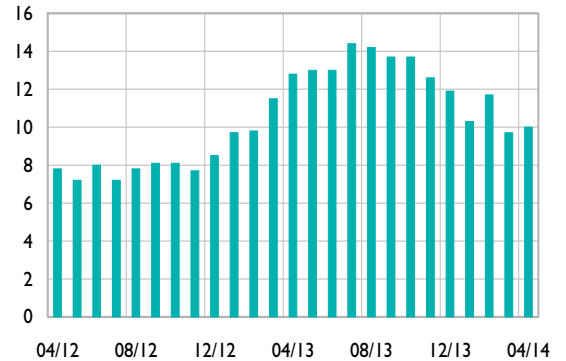
Ménages – Trésorerie

(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 juin 2014

Figure 17
Placements et financements des sociétés d'assurance et fonds de pension – Zone euro et France

(en milliards d'euros)

Zone euro

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2012	2013				2013
	T4	T1	T2	T3	T4	déc.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	-2,3	-7,7	-7,7	-14,9	-22,8	781,2
dont dépôts inclus dans M3 [a]	*15,1*	*11,0*	*7,6*	*2,7*	*-14,0*	*190,9*
Titres de créance à court terme	-3,2	-0,5	-13,4	-22,3	-17,6	55,9
Titres de créance à long terme	137,2	96,3	109,0	110,2	133,2	3 105,0
Crédits	9,2	11,3	10,3	1,2	4,5	493,1
Actions et autres participations	90,5	96,7	94,5	131,3	138,1	2 920,4
dont actions cotées	*-7,6*	*0,1*	*-0,4*	*9,5*	*1,3*	*439,3*
Actifs nets résiduels	-43,4	-25,1	-28,4	-32,8	-1,9	218,5
Financements						
Titres de créance	6,6	5,4	3,3	2,8	-0,2	53,3
Crédits	-15,4	0,3	-7,2	-23,0	-4,6	285,3
Actions et autres participations	0,7	2,1	2,2	1,2	4,6	540,4
Provisions techniques d'assurance	155,1	169,7	175,3	183,3	197,2	6 745,6
Assurance-vie	*139,2*	*155,1*	*163,8*	*169,9*	*181,1*	*5 894,9*
Assurance-dommages	*16,0*	*14,6*	*11,6*	*13,4*	*16,0*	*850,6*
Solde des créances et dettes (B9B)	**41,0**	**-6,5**	**-9,4**	**8,4**	**36,7**	

(en milliards d'euros)

France

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2012	2013				2013
	T4	T1	T2	T3	T4	déc.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	2,8	2,1	5,2	7,1	3,3	33,9
Titres de créance à court terme	-9,4	-4,1	-13,0	-17,5	-8,1	18,9
Titres de créance à long terme	42,7	44,1	59,1	73,5	69,6	1 300,2
Crédits	0,9	0,9	1,1	1,1	0,6	36,2
Actions et autres participations	10,2	11,7	2,8	-5,4	-5,7	680,9
dont actions cotées	*-10,4*	*-2,7*	*-3,3*	*-4,4*	*-3,7*	*75,8*
Actifs nets résiduels	-18,3	-14,6	-13,0	-10,6	-9,5	-6,7
Financements						
Titres de créance	0,6	0,9	1,7	2,5	1,8	11,1
Crédits	7,2	11,0	14,5	13,8	9,0	94,2
Actions et autres participations	2,1	1,6	1,5	1,2	1,6	114,2
Provisions techniques d'assurance	26,8	40,9	46,4	50,5	50,0	1 809,1
Assurance-vie et fonds de pension	*19,8*	*31,3*	*37,1*	*40,0*	*39,5*	*1 539,2*
Assurance-dommages	*7,0*	*9,6*	*9,3*	*10,4*	*10,5*	*269,9*
Solde des créances et dettes (B9B)	**-0,2**	**-3,1**	**-10,0**	**-7,0**	**-0,2**	

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 juin 2014

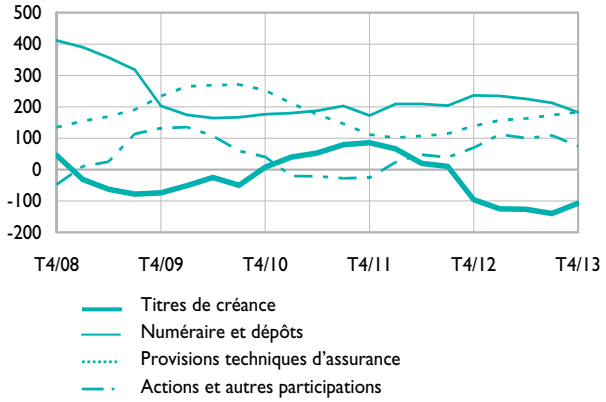
Figure 18
Placements et financements des ménages – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2012	2013				2013
	T4	T1	T2	T3	T4	déc.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	236,5	234,6	225,4	212,8	182,1	7 223,6
dont dépôts inclus dans M3 [a]	*213,2*	*213,5*	*206,3*	*171,0*	*102,9*	*5 424,2*
Titres de créance à court terme	-1,6	-15,7	-20,8	-28,0	-18,2	36,3
Titres de créance à long terme	-94,0	-108,9	-105,7	-111,8	-88,9	1 232,3
Actions et autres participations	69,7	111,9	100,0	108,9	74,7	4 949,6
Actions cotées	4,3	9,4	0,2	-9,4	-14,3	906,0
Actions non cotées et autres participations	58,6	60,4	41,6	55,8	41,4	2 563,0
Titres d'OPCVM	6,8	42,1	58,2	62,5	47,6	1 480,6
dont titres d'OPCVM monétaires	*-30,9*	*-39,0*	*-29,8*	*-26,5*	*-14,7*	*97,0*
Provisions techniques d'assurance	138,7	157,4	163,2	173,7	183,0	6 500,0
Actifs nets résiduels	-34,8	-54,8	-71,8	-68,2	-58,3	-139,2
Financements						
Crédits	14,1	-1,2	-12,2	-2,7	-20,1	6 151,8
dont crédits des IFM de la zone euro	*25,0*	*20,9*	*1,1*	*7,2*	*-4,4*	*5 268,2*
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	287,9	233,1	283,6	323,2	444,2	
Provisions techniques d'assurance	185,5	166,7	131,6	84,3	70,9	
Autres flux	79,0	-31,2	66,2	31,9	3,7	
Variation de la valeur financière nette	**852,8**	**694,2**	**783,9**	**729,6**	**813,3**	

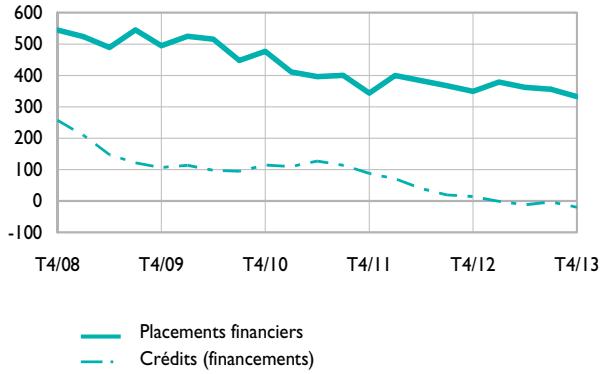
Flux de placements financiers

(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 juin 2014

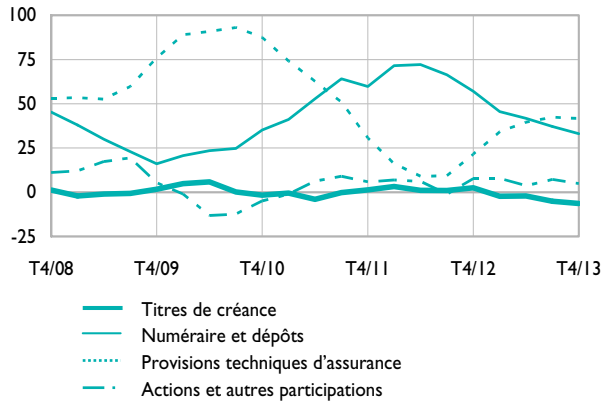
Figure 19
Placements et financements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2012	2013				2013
	T4	T1	T2	T3	T4	déc.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	57,0	45,5	41,8	37,1	33,2	1 306,1
Titres de créance à court terme	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	0,7
Titres de créance à long terme	3,3	-1,8	-1,6	-4,6	-5,9	59,7
Actions et autres participations	7,7	7,7	3,7	7,2	4,9	1 082,0
Actions cotées	-5,8	-4,2	-6,1	-4,8	-5,7	171,6
Actions non cotées et autres participations	22,3	23,2	20,4	23,9	25,0	610,4
Titres d'OPCVM	-8,8	-11,3	-10,7	-11,9	-14,4	300,0
dont titres d'OPCVM monétaires	*-8,3*	*-8,0*	*-7,9*	*-6,1*	*-5,6*	*17,8*
Provisions techniques d'assurance	21,5	34,2	39,6	42,4	41,7	1 636,6
Actifs nets résiduels	3,4	15,9	31,7	20,0	22,7	20,9
Financements						
Crédits	26,3	21,0	22,2	26,7	26,8	1 179,9
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	87,5	58,4	75,9	102,0	92,4	
Provisions techniques d'assurance	24,6	16,4	23,4	26,5	22,4	
Autres flux	12,8	7,1	5,4	-0,3	-1,5	
Variation de la valeur financière nette	**190,9**	**162,0**	**197,1**	**203,1**	**182,6**	

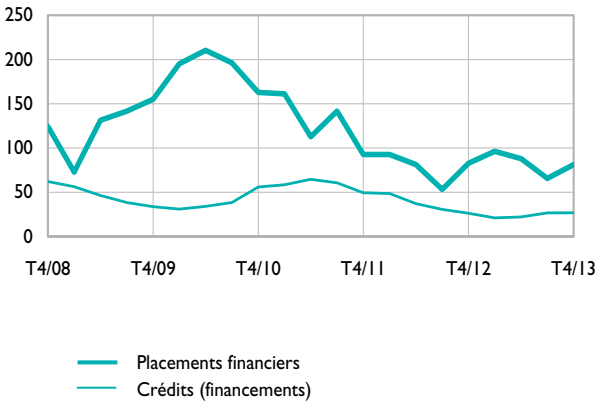
Flux de placements financiers

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



Flux de placements financiers et de financements

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



Source : Banque de France

Réalisé le 20 juin 2014

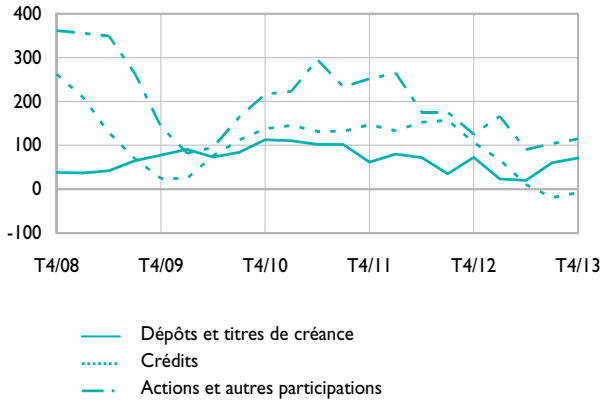
Figure 20
Placements et financements des sociétés non financières – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2012	2013				2013
	T4	T1	T2	T3	T4	déc.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	70,7	44,7	49,0	90,2	112,3	2 167,8
dont dépôts inclus dans M3 [a]	*70,1*	*75,9*	*76,1*	*86,7*	*102,0*	*1 753,3*
Titres de créance	1,7	-21,1	-29,3	-29,8	-40,9	318,5
Crédits	106,5	66,9	10,5	-19,4	-7,9	3 133,6
Actions et autres participations	125,0	166,3	90,4	103,7	114,6	8 963,6
Provisions techniques d'assurance	4,3	4,5	4,1	4,4	2,9	177,6
Actifs nets résiduels	-17,6	0,2	63,0	29,4	39,4	200,7
Financements						
Endettement	160,3	122,9	35,2	-22,2	-5,8	9 899,3
Crédits	37,2	13,9	-58,2	-112,8	-91,9	8 461,7
dont crédits des IFM de la zone euro	*-108,5*	*-115,1*	*-157,4*	*-165,7*	*-133,6*	*4 344,8*
Titres de créance	118,7	105,0	89,8	87,2	82,7	1 085,0
Réserves de fonds de pension	4,4	4,0	3,7	3,3	3,4	352,5
Actions et autres participations	190,5	169,9	154,5	181,9	189,7	15 018,0
Actions cotées	*26,5*	*10,8*	*20,8*	*22,8*	*30,5*	*4 515,1*
Actions non cotées et autres participations	*164,0*	*159,1*	*133,7*	*159,1*	*159,2*	*10 502,9*
Solde des créances et dettes (B9B)	**-60,2**	**-31,3**	**-2,1**	**18,9**	**36,6**	

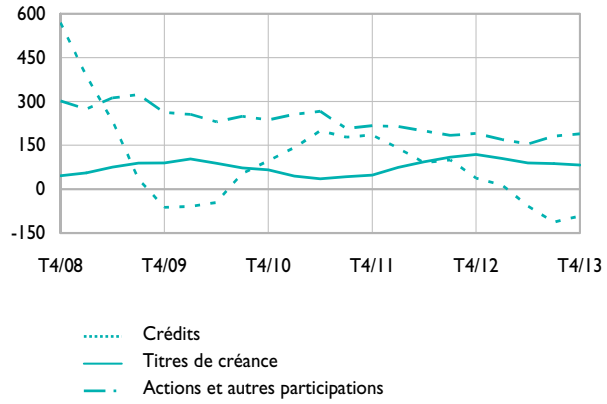
Flux de placements financiers

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



Flux de financements

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



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

Source : Banque centrale européenne

Réalisé le 20 juin 2014

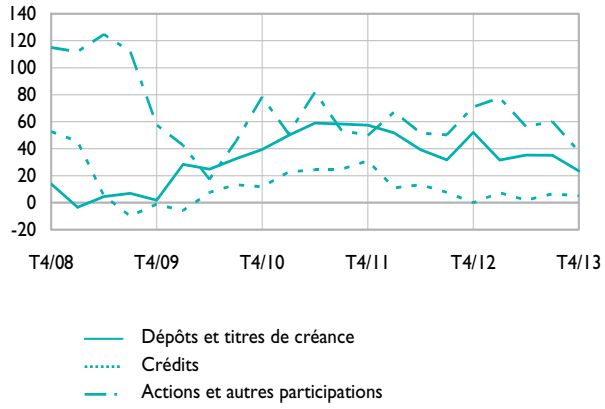
Figure 21
Placements et financements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2012	2013				2013
	T4	T1	T2	T3	T4	déc.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	53,4	49,1	49,1	45,7	43,5	493,4
Titres de créance	-1,3	-17,4	-13,8	-10,7	-20,0	50,7
Crédits	-0,2	7,2	1,8	6,4	5,0	726,2
Actions et autres participations	70,8	77,5	56,4	59,9	37,8	3 172,3
Provisions techniques d'assurance	0,7	0,8	0,4	0,4	0,1	47,6
Actifs nets résiduels	-29,8	-23,2	-19,8	-33,8	-11,7	-21,6
Financements						
Endettement	52,1	41,0	4,1	14,0	26,9	2 123,0
Crédits	-0,9	0,0	-19,2	-14,3	5,5	1 618,2
Titres de créance	53,0	41,0	23,2	28,3	21,4	504,7
Actions et autres participations	87,9	72,9	73,1	75,0	77,2	4 917,0
Actions cotées	*10,4*	*9,4*	*11,6*	*11,7*	*9,7*	*1 324,4*
Actions non cotées et autres participations	*77,5*	*63,5*	*61,5*	*63,3*	*67,5*	*3 592,6*
Solde des créances et dettes (B9B)	**-46,5**	**-19,8**	**-3,2**	**-21,0**	**-49,3**	

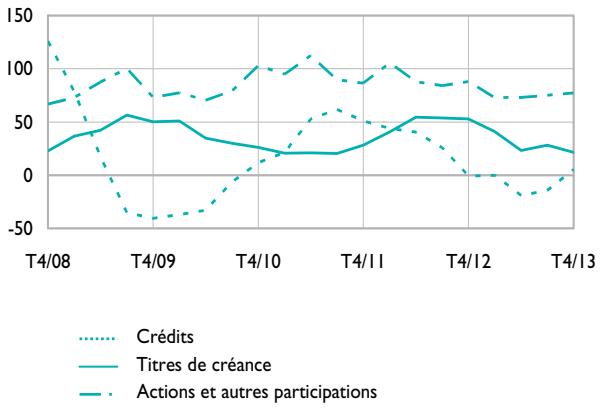
Flux de placements financiers

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Flux de financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 juin 2014

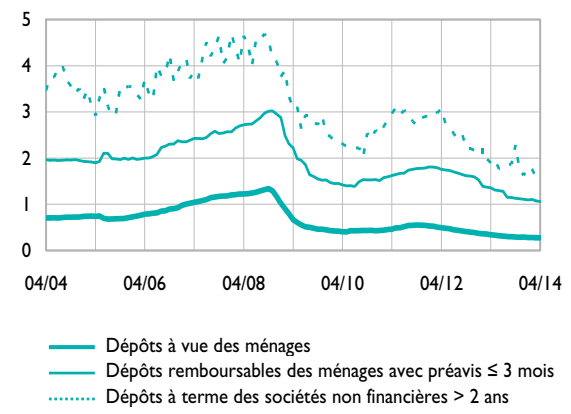
Figure 22
Taux de rémunération des dépôts bancaires – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2012	2013	2013	2013	2014			
	déc.	déc.	avril	déc.	janv.	fév.	mars	avril
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,39	0,29	0,34	0,29	0,28	0,28	0,28	0,27
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,59	1,11	1,36	1,11	1,09	1,10	1,07	1,06
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	2,16	1,63	1,90	1,63	1,81	1,75	1,58	1,60
France								
Livret A (fin de période)	2,25	1,25	1,75	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Livrets à taux réglementés	2,25	1,27	1,77	1,27	1,26	1,27	1,27	1,27
Livrets à taux de marché	1,82	1,25	1,55	1,25	1,20	1,28	1,21	1,25
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,26	1,97	2,19	1,97	1,91	1,99	1,94	1,92
Dépôts à terme > 2 ans	3,01	2,91	3,00	2,91	2,90	3,02	2,90	2,92

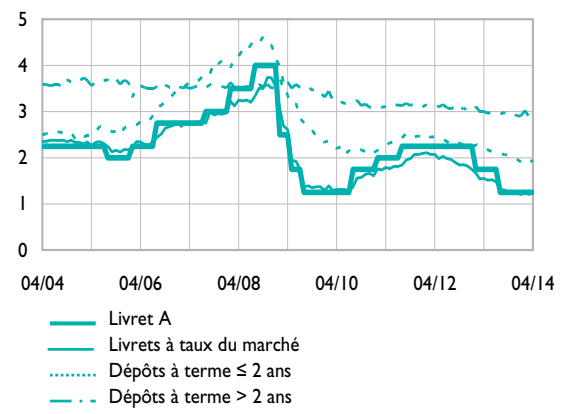
Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

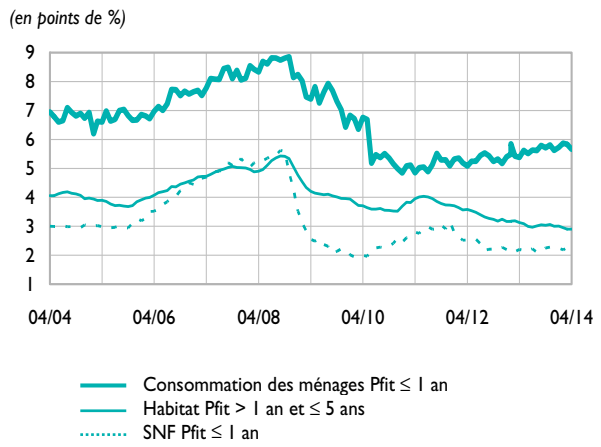
Réalisé le 20 juin 2014

Figure 23
Taux d'intérêt des crédits bancaires – France et zone euro

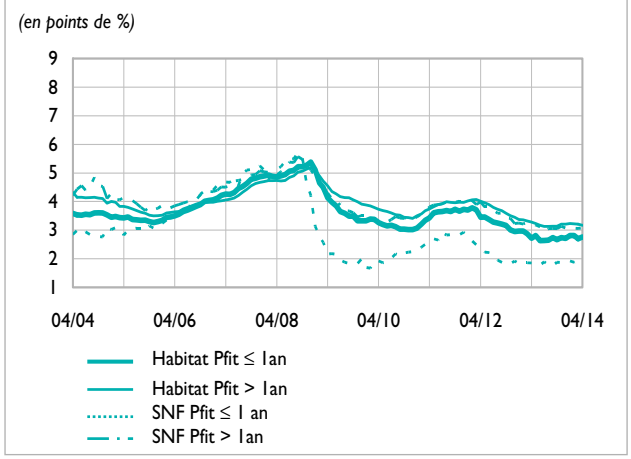
(taux mensuels moyens en %)

	2013								2014			
	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an [a)]	5,62	5,51	5,63	5,62	5,80	5,71	5,81	5,63	5,73	5,87	5,83	5,66
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans [a)]	3,09	3,00	2,97	3,01	3,05	3,04	3,06	3,00	3,01	2,95	2,90	2,91
SNF > EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an [a)]	2,16	2,17	2,22	2,10	2,15	2,25	2,28	2,29	2,25	2,18	2,26	2,25
France												
Consommation des ménages	**5,92**	**5,85**	**5,75**	**5,76**	**5,76**	**5,73**	**5,82**	**5,83**	**5,90**	**5,85**	**5,78**	**5,62**
Habitat												
Pfit ≤ 1 an [a)]	2,81	2,63	2,64	2,65	2,74	2,67	2,74	2,71	2,81	2,81	2,70	2,76
Pfit > 1 an [a)]	3,23	3,17	3,13	3,13	3,14	3,14	3,21	3,21	3,23	3,22	3,21	3,17
SNF												
Pfit ≤ 1 an [a)]	1,82	1,77	1,89	1,77	1,76	1,88	1,87	1,95	1,92	1,87	1,96	1,87
Pfit > 1 an [a)]	3,18	3,11	2,94	3,05	3,06	3,05	3,13	3,07	3,09	3,07	3,06	3,09

Zone euro



France



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 juin 2014

Figure 24
Taux d'usure des crédits aux particuliers et coût du crédit aux entreprises – France

(en %)

Seuils de l'usure applicables à partir du 1er jour de la période indiquée	2013		2014	
	juil.	oct.	janv.	avril
Prêts aux particuliers entrant dans le champ d'application des articles L312-1 à L312-36 du code de la consommation (prêts immobiliers)				
Prêts à taux fixe	5,23	5,03	5,04	5,19
Prêts à taux variable	4,68	4,45	4,51	4,64
Prêts relais	5,44	5,29	5,23	5,39
Prêts aux particuliers n'entrant pas dans le champ d'application des articles L312-1 à L312-36 du code de la consommation (crédits de trésorerie)				
Prêts d'un montant inférieur à 3 000 €	20,09	20,23	20,23	20,27
Prêts d'un montant compris entre 3 000 € et 6 000 €	15,77	15,17	15,12	15,09
Prêts d'un montant supérieur à 6 000 €	11,05	10,52	10,35	10,21

	2013				2014
	janv.	avril	juil.	oct.	janv.
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	2,57	2,75	2,69	3,09	3,10
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	2,77	2,98	3,23	3,91	3,63
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	2,90	3,26	3,04	3,32	3,25
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	2,33	2,27	2,15	2,52	2,40
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,44	1,60	1,42	1,55	1,76
> 1 524 490 €	1,05	0,90	0,85	1,10	1,00
Découvert					
≤ 15 245 €	9,79	9,84	9,92	9,94	9,98
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	6,01	6,39	6,19	6,66	6,82
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	4,43	4,50	4,55	5,11	5,52
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	2,74	3,40	3,69	3,87	4,16
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,82	1,95	1,83	2,13	2,41
> 1 524 490 €	1,19	1,24	1,15	1,36	1,38
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	3,40	3,57	3,43	3,63	3,47
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,05	3,09	3,15	3,39	3,10
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	2,75	2,57	2,61	2,73	2,64
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	2,13	2,19	2,22	2,21	2,40
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,67	1,61	1,74	1,72	1,70
> 1 524 490 €	1,76	1,74	1,80	1,92	1,92
Crédits à moyen et long termes					
≤ 15 245 €	3,51	3,23	3,20	3,22	3,20
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,13	2,97	2,89	2,95	2,89
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	3,08	2,93	2,88	2,89	2,92
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	3,13	3,07	2,92	2,96	2,96
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	2,99	2,86	2,78	2,83	2,90
> 1 524 490 €	2,55	2,49	2,38	2,50	2,44

Source : Banque de France

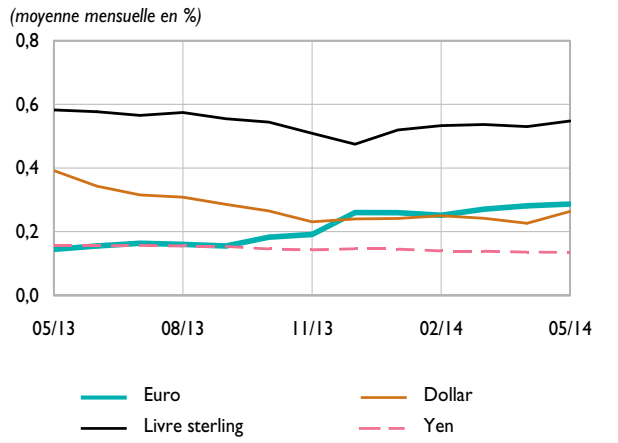
Réalisé le 20 juin 2014

Figure 25
Taux d'intérêt

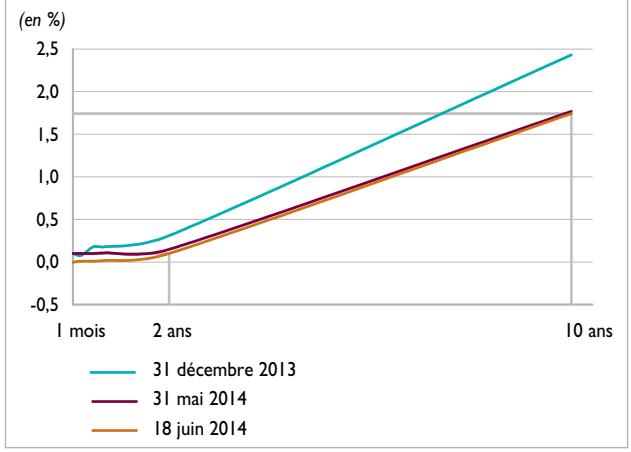
(en %)

	Moyenne mensuelle [a]										Taux directeurs
	2013					2014					
	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	au 18/06/14
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											**0,15**
Au jour le jour	0,06	0,07	0,09	0,11	0,13	0,17	0,13	0,14	0,22	0,24	
À 3 mois	0,16	0,15	0,18	0,19	0,26	0,26	0,25	0,27	0,28	0,29	
À 1 an	0,48	0,46	0,51	0,46	0,54	0,55	0,54	0,55	0,57	0,54	
Livre sterling											**0,50**
Au jour le jour	0,47	0,45	0,45	0,44	0,44	0,45	0,45	0,44	0,44	0,44	
À 3 mois	0,57	0,56	0,54	0,51	0,48	0,52	0,53	0,54	0,53	0,55	
À 1 an	0,87	0,89	0,86	0,86	0,85	0,86	0,91	0,89	0,92	1,02	
Dollar											**0,25**
Au jour le jour	0,15	0,14	0,15	0,13	0,12	0,13	0,14	0,13	0,14	0,14	
À 3 mois	0,31	0,29	0,26	0,23	0,24	0,24	0,25	0,24	0,23	0,26	
À 1 an	0,68	0,64	0,58	0,55	0,55	0,57	0,57	0,56	0,55	0,60	
Yen											**0,10**
Au jour le jour	0,08	0,08	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,06	0,06	0,06	
À 3 mois	0,15	0,15	0,15	0,14	0,15	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	
À 1 an	0,34	0,33	0,33	0,32	0,27	0,27	0,27	0,26	0,25	0,27	
Taux des emprunts phares à 10 ans [b]											
France	2,36	2,49	2,39	2,27	2,33	2,38	2,25	2,15	2,03	1,84	
Allemagne	1,80	1,93	1,81	1,72	1,85	1,78	1,66	1,60	1,53	1,40	
Zone euro	3,10	3,41	3,16	3,17	3,31	3,21	3,09	2,89	2,61	2,55	
Royaume-Uni	2,62	2,89	2,69	2,75	2,93	2,86	2,75	2,73	2,68	2,63	
États-Unis	2,75	2,83	2,62	2,73	2,89	2,85	2,70	2,72	2,70	2,55	
Japon	0,76	0,72	0,63	0,62	0,68	0,68	0,60	0,62	0,62	0,60	

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
b) Taux affichés par Reuters à 16h30

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 juin 2014*

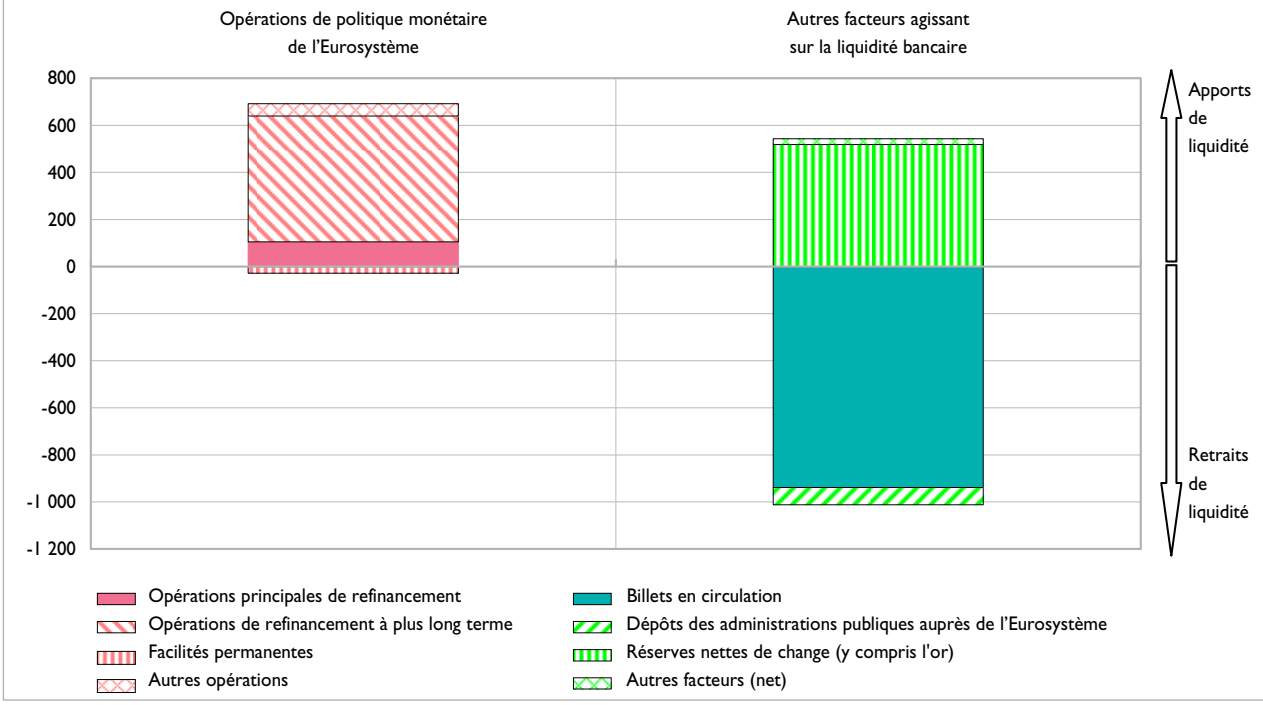
Figure 26
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 12 mars au 8 avril 2014)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	**868,2**	**204,7**	**663,4**
Opération principale de refinancement	105,4		105,4
Opération de refinancement à plus long terme	534,6		534,6
Facilités permanentes	0,7	29,2	-28,6
Autres opérations	227,5	175,5	52,0
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	**543,9**	**1 012,2**	**-468,2**
Billets en circulation		938,4	-938,4
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		73,8	-73,8
Réserves nettes de change (y compris l'or)	518,9		518,9
Autres facteurs (net)	25,1		25,1
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			**195,2**
dont réserves obligatoires			*103,6*

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 12 mars au 8 avril 2014)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 juin 2014*

Figure 27
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)

Opération principale de refinancement			Facilités permanentes			
Date de		Taux fixe	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
02/05/13	08/05/13	0,50	02/05/13	08/05/13	0,00	1,00
07/11/13	13/11/13	0,25	07/11/13	13/11/13	0,00	0,75
05/06/14	11/06/14	0,15	05/06/14	11/06/14	-0,10	0,40

(en %)

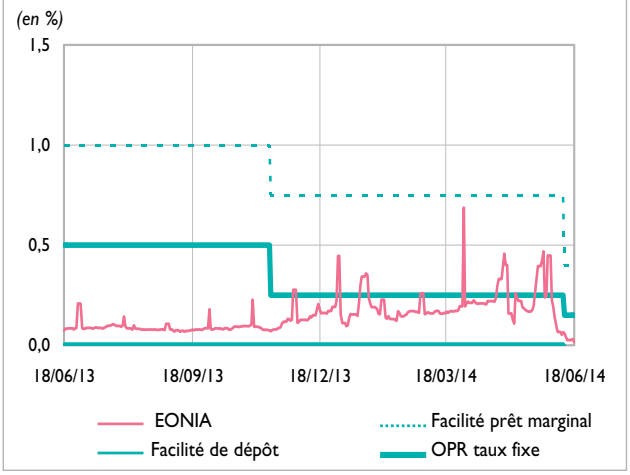
Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2014	7 mai [a]	0,25	0,25	2014	10 juin	0,25
	14 mai	0,25	0,25		11 juin	0,25
	28 mai	0,25	0,25		12 juin	0,15
	4 juin	0,25	0,25		13 juin	0,15
	11 juin	0,15	0,15		17 juin	0,15
	18 juin	0,15	0,15		18 juin	0,15

(en milliards d'euros, taux en %)

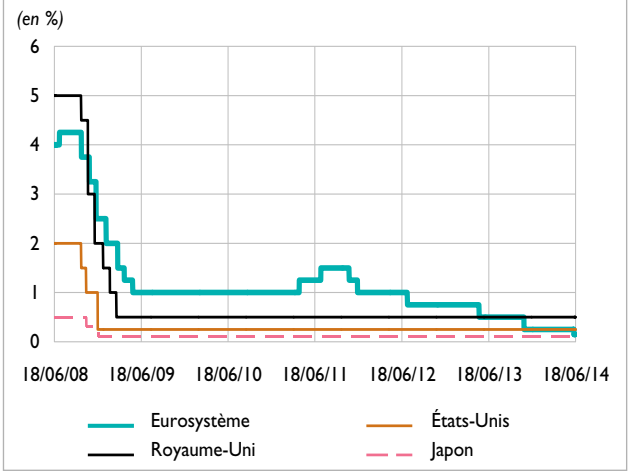
Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)

Période de réserve prenant fin le		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
		zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France	
2013	10 décembre	103,30	19,60	220,20	36,00	116,90	16,40	0,25
2014	14 janvier	103,40	19,60	248,10	43,10	144,80	23,50	0,25
	11 février	103,60	19,40	216,00	38,40	112,40	19,00	0,25
	11 mars	102,80	19,80	201,10	33,50	98,30	13,70	0,25
	8 avril	103,60	19,80	195,20	30,60	91,60	10,70	0,25
	13 mai	103,50	20,00	191,20	34,70	87,70	14,60	0,25

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 juin 2014

Figure 28
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt

	En milliards d'euros [a]		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
15/03/14 au 21/03/14	33,78	283,77	151
22/03/14 au 28/03/14	38,81	277,75	150
29/03/14 au 04/04/14	41,91	270,59	147
05/04/14 au 11/04/14	41,41	273,91	148
12/04/14 au 18/04/14	37,60	272,30	148
19/04/14 au 25/04/14	41,79	272,53	149
26/04/14 au 02/05/14	37,38	267,38	150
03/05/14 au 09/05/14	37,68	268,43	151
10/05/14 au 16/05/14	53,53	268,99	148
17/05/14 au 23/05/14	40,88	268,71	147
24/05/14 au 30/05/14	39,04	264,49	147
31/05/14 au 06/06/14	57,15	262,31	147
07/06/14 au 13/06/14	36,26	258,24	148

Billets de trésorerie

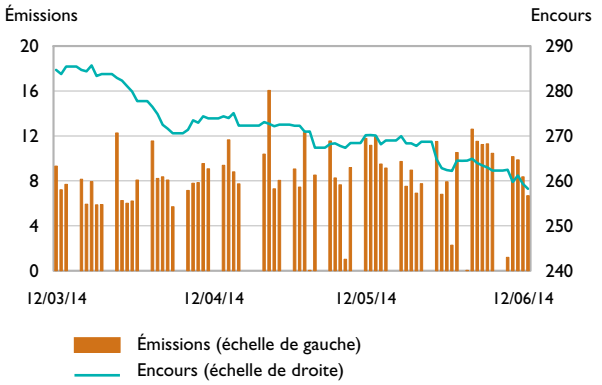
	En milliards d'euros [a]		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
15/03/14 au 21/03/14	12,26	61,18	101
22/03/14 au 28/03/14	5,60	60,98	102
29/03/14 au 04/04/14	9,81	64,06	103
05/04/14 au 11/04/14	13,39	64,87	105
12/04/14 au 18/04/14	6,09	62,30	105
19/04/14 au 25/04/14	7,17	56,42	103
26/04/14 au 02/05/14	6,41	56,09	103
03/05/14 au 09/05/14	7,75	55,43	105
10/05/14 au 16/05/14	8,97	53,75	104
17/05/14 au 23/05/14	9,63	58,42	101
24/05/14 au 30/05/14	5,80	58,20	102
31/05/14 au 06/06/14	6,48	55,49	102
07/06/14 au 13/06/14	6,57	53,74	102

Bons à moyen terme négociables

	En milliards d'euros [a]		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
15/03/14 au 21/03/14	0,28	74,24	115
22/03/14 au 28/03/14	0,25	73,88	115
29/03/14 au 04/04/14	0,19	73,78	115
05/04/14 au 11/04/14	0,30	73,61	114
12/04/14 au 18/04/14	0,36	73,62	114
19/04/14 au 25/04/14	0,15	73,64	114
26/04/14 au 02/05/14	0,01	73,18	114
03/05/14 au 09/05/14	0,13	73,19	114
10/05/14 au 16/05/14	0,18	73,23	114
17/05/14 au 23/05/14	0,53	73,50	114
24/05/14 au 30/05/14	0,14	73,37	114
31/05/14 au 06/06/14	0,52	73,59	116
07/06/14 au 13/06/14	0,47	73,69	117

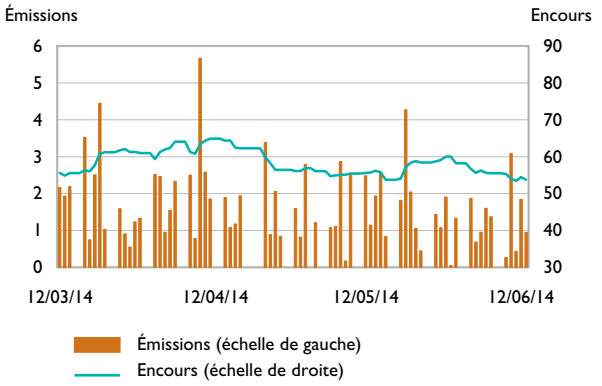
Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)



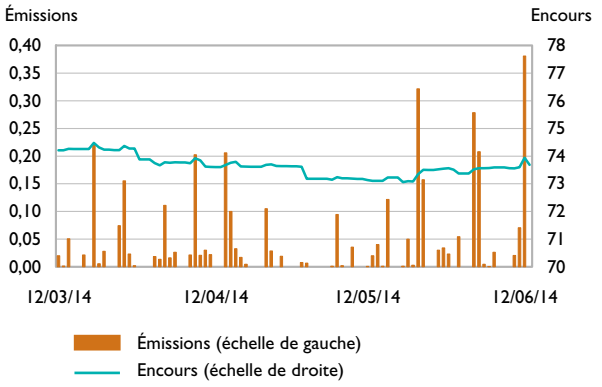
Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)



Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)



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).

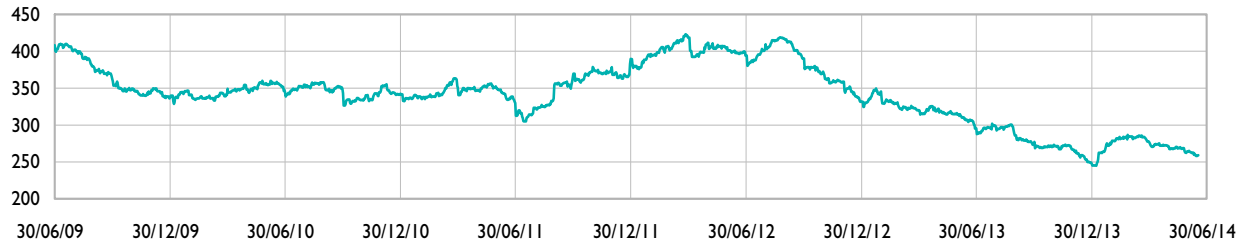
Source : Banque de France

Réalisé le 20 juin 2014

Figure 29
Titres de créances négociables – France

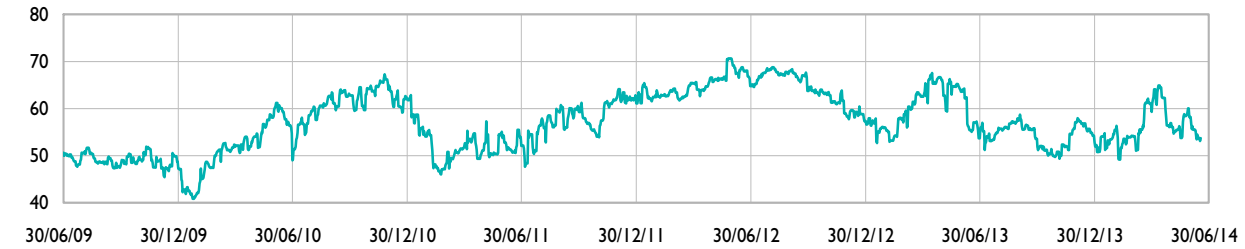
Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



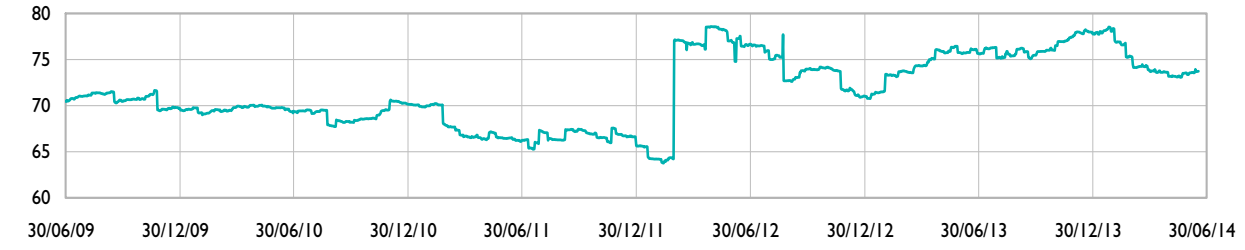
Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



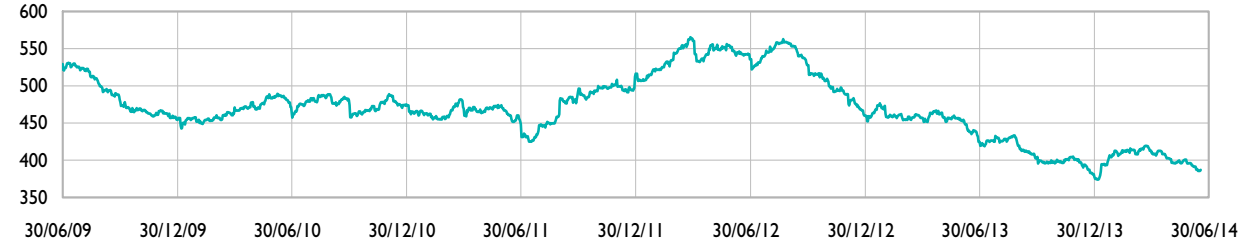
Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 juin 2014

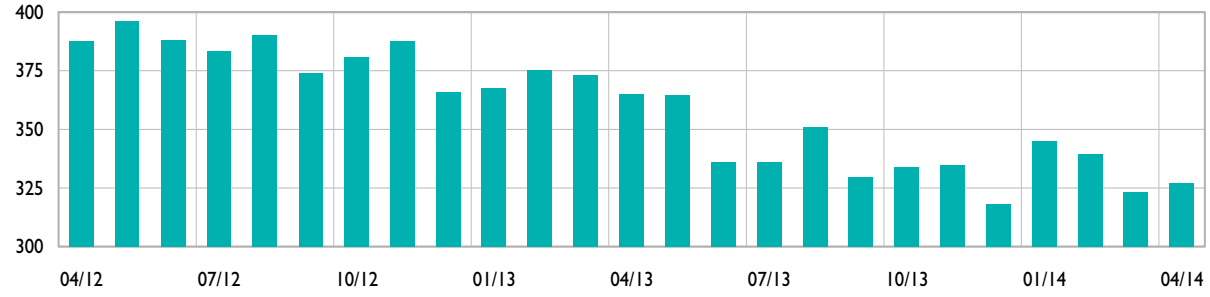
Figure 30
Titres d'OPC – France

(en milliards d'euros)

	2013			2014
	juin	sept.	déc.	avril
Actif net des OPC par catégories				
OPC monétaires	335,85	329,53	318,23	327,17
OPC obligations	204,64	206,42	207,97	
OPC actions	240,86	257,09	272,18	
OPC diversifiés	258,12	266,13	272,23	
OPC de fonds alternatifs	13,28	12,41	12,51	
OPC garantis	0,00	0,00	0,00	
Fonds à formule	46,22	45,33	43,14	

Actif net des OPC monétaires

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 juin 2014

Figure 31
Émissions de titres de dette et d'actions cotées par les résidents français

(en milliards d'euros)

	Encours [a]		Émissions nettes [b]			
	2013	2014	Cumul	2014		
	avril [c]	avril [c]	12 mois	fév. [c]	mars [c]	avril [c]
Titres de dette des résidents français						
Total	**3 355,0**	**3 432,3**	**77,3**	**22,7**	**20,2**	**-15,8**
Sociétés non financières	492,3	521,0	28,8	3,8	0,0	1,0
court terme (≤ 1 an)	*41,7*	*43,5*	*1,8*	*-0,2*	*-0,2*	*1,0*
long terme (> 1 an)	*450,6*	*477,5*	*27,0*	*3,9*	*0,2*	*-0,1*
Administrations publiques	1 588,3	1 668,4	80,1	14,7	19,9	-5,1
court terme (≤ 1 an)	*208,2*	*218,2*	*9,9*	*5,1*	*13,3*	*-6,0*
long terme (> 1 an)	*1 380,1*	*1 450,2*	*70,1*	*9,6*	*6,6*	*0,9*
Institutions financières monétaires [d]	1 136,2	1 122,7	-13,5	4,8	-1,7	-5,6
court terme (≤ 1 an)	*294,9*	*253,3*	*-41,6*	*3,8*	*-9,4*	*-6,8*
long terme (> 1 an) [d]	*841,3*	*869,4*	*28,2*	*1,0*	*7,8*	*1,2*
Institutions financières non monétaires [e]	138,3	120,2	-18,1	-0,6	2,0	-6,1

(en milliards d'euros)

	Encours [f]		Émissions nettes [b]			Émissions brutes [g]	Rachats [g]
	2013	2014	Cumul	2014		Cumul	Cumul
	avril	avril	12 mois	mars	avril	12 mois	12 mois
Actions françaises cotées							
Total	**1 362,0**	**1 653,4**	**14,7**	**1,3**	**0,8**	**18,6**	**3,9**
Sociétés non financières	1 199,7	1 422,8	13,0	1,3	0,6	16,9	3,9
Institutions financières monétaires	109,7	158,3	0,7	0,1	0,3	0,7	0,0
Institutions financières non monétaires	52,6	72,2	0,9	0,0	0,0	0,9	0,0

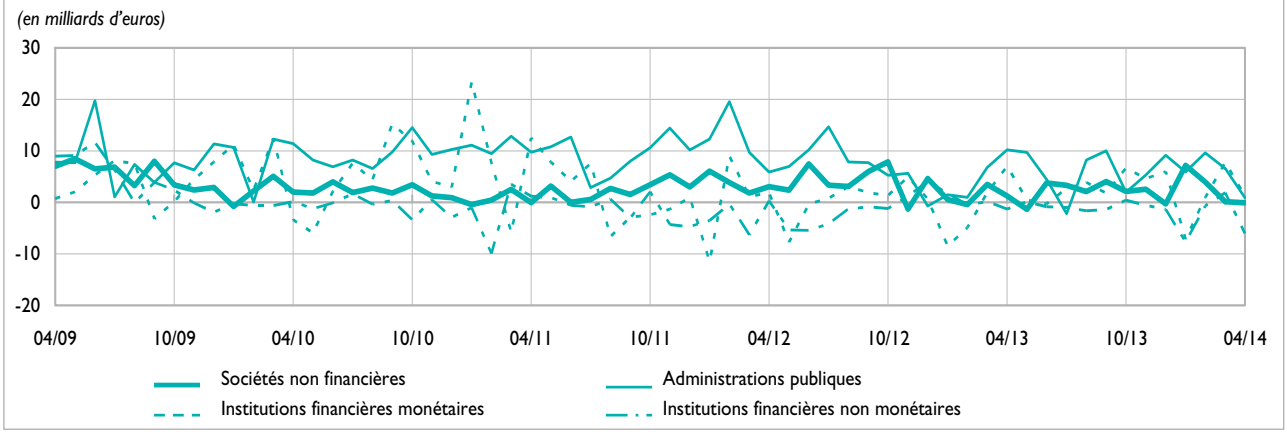
a) L'encours des titres de dette est exprimé en valeur nominale.
b) Les chiffres mensuels sont corrigés des variations saisonnières. Le cumul sur 12 mois est donné en brut.
c) Données éventuellement révisées
d) Hors impact des opérations internes aux groupes bancaires
e) Y compris parts émises par les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

Source : Banque de France

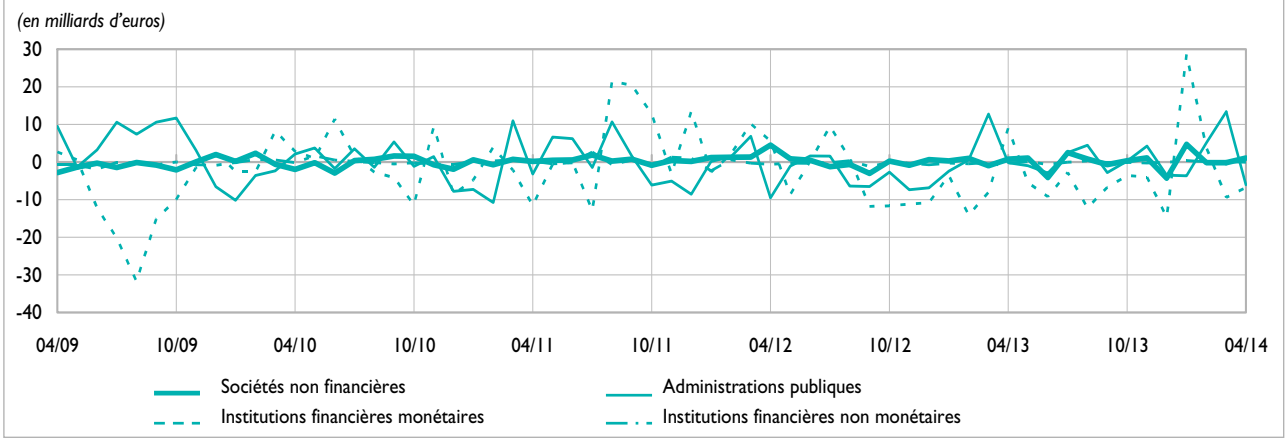
Réalisé le 20 juin 2014

Figure 32
Émissions de titres de dette et d'actions cotées des résidents français par secteur émetteur

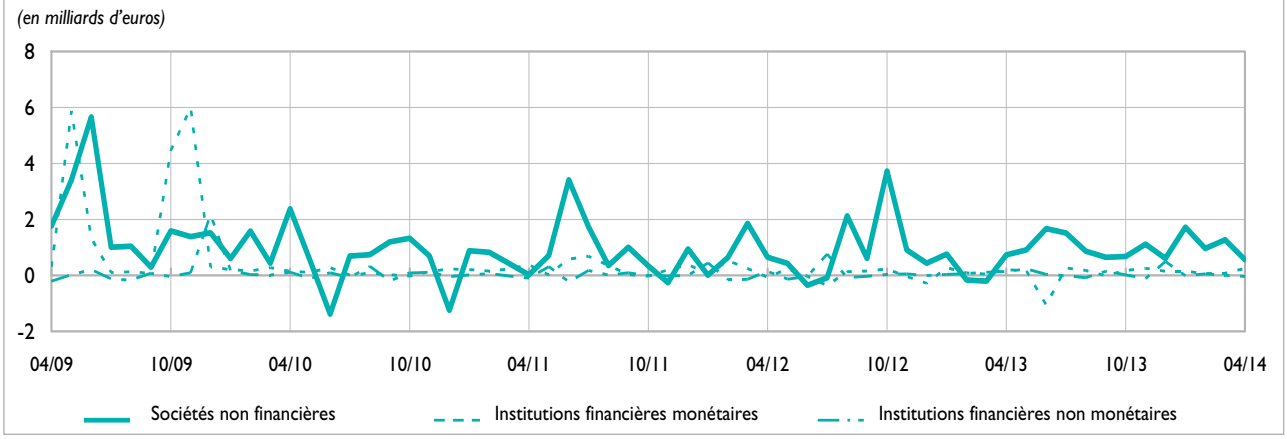
Émissions nettes de titres de dette à long terme des résidents français, désaisonnalisées



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

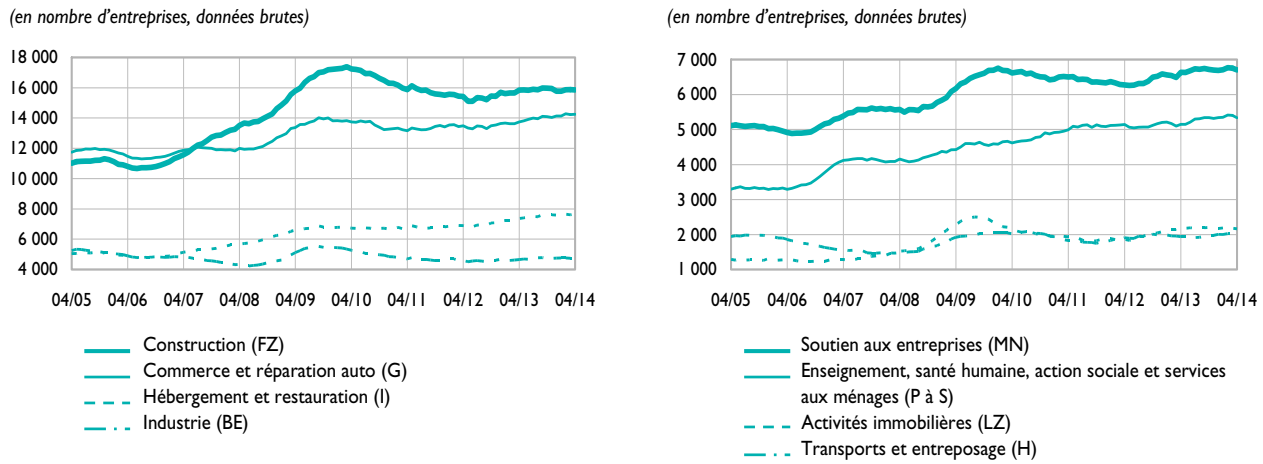
Réalisé le 20 juin 2014

Figure 33
État des défaillances d'entreprises par secteur – France

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

	2013									2014			
	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril
Agriculture, sylviculture, pêche (AZ)	1 224	1 222	1 252	1 259	1 269	1 288	1 282	1 279	1 307	1 326	1 346	1 360	1 328
Industrie (BE)	4 656	4 697	4 685	4 754	4 768	4 783	4 751	4 732	4 749	4 759	4 766	4 737	4 746
Construction (FZ)	15 839	15 858	15 827	15 898	15 866	15 987	15 972	15 948	15 769	15 776	15 871	15 877	15 852
Commerce et réparation auto (G)	13 749	13 823	13 910	13 997	13 955	14 111	14 087	14 043	14 133	14 133	14 291	14 230	14 256
Transports et entreposage (H)	1 937	1 937	1 922	1 914	1 919	1 950	1 967	1 974	2 003	1 998	2 027	2 024	2 001
Hébergement et restauration (I)	7 367	7 412	7 445	7 491	7 478	7 591	7 625	7 609	7 599	7 583	7 642	7 614	7 677
Information et communication (JZ)	1 520	1 516	1 520	1 568	1 560	1 547	1 560	1 581	1 606	1 601	1 612	1 638	1 627
Activités financières et d'assurance (KZ)	1 132	1 115	1 109	1 132	1 127	1 136	1 145	1 149	1 170	1 198	1 216	1 210	1 222
Activités immobilières (LZ)	2 175	2 182	2 190	2 176	2 191	2 193	2 197	2 190	2 171	2 185	2 216	2 183	2 161
Soutien aux entreprises (MN)	6 633	6 628	6 682	6 735	6 720	6 746	6 718	6 702	6 693	6 712	6 766	6 759	6 706
Enseignement, santé humaine, action sociale et services aux ménages (P à S)	5 150	5 151	5 216	5 300	5 312	5 339	5 344	5 315	5 342	5 350	5 413	5 407	5 335
Secteur inconnu	87	94	96	97	94	93	94	89	87	88	97	103	106
Total des secteurs	**61 469**	**61 635**	**61 854**	**62 321**	**62 259**	**62 764**	**62 742**	**62 611**	**62 629**	**62 709**	**63 263**	**63 142**	**63 017**

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.
Données provisoires sur le dernier mois

Source : Banque de France

Réalisé le 20 juin 2014

Figure 34
Systèmes de paiement de masse – France

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

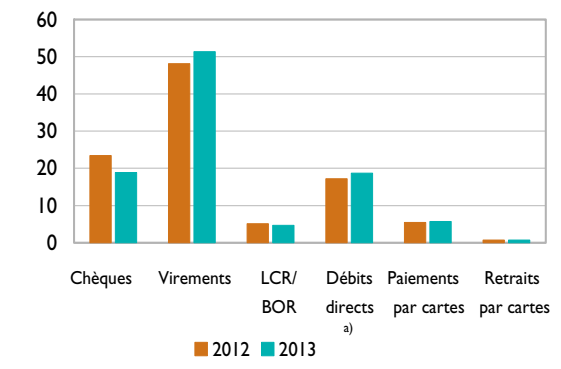
	2010	2011	2012	2013	2014			2014
					mars	avril	mai	Part
Chèques	5 590	5 478	4 947	3 986	3 627	4 041	3 590	17,7
Virements	8 865	9 646	10 167	10 827	10 808	11 970	10 468	51,5
dont virements SEPA	683	2 555	4 130	5 967	9 939	11 147	9 897	48,7
LCR/BOR	1 138	1 142	1 079	981	932	1 044	1 004	4,9
Prélèvements	1 827	1 938	2 004	2 048	1 819	2 139	1 695	8,3
TIP	133	130	131	129	80	88	132	0,7
Télérèglements	1 141	1 343	1 491	1 766	1 613	1 989	2 025	10,0
Paiements par cartes	1 009	1 085	1 152	1 200	1 201	1 289	1 250	6,2
Retraits par cartes	140	145	146	147	144	158	154	0,8
Total	**19 844**	**20 907**	**21 116**	**21 085**	**20 225**	**22 718**	**20 319**	**100,0**

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

	2010	2011	2012	2013	2014			2014
					mars	avril	mai	Part
Chèques	9 507	9 112	8 588	8 040	7 329	8 328	7 291	13,7
Virements	7 356	7 549	7 593	7 722	7 973	8 579	7 552	14,2
dont virements SEPA	270	1 400	2 154	3 641	7 403	8 051	7 203	13,5
LCR/BOR	311	303	291	281	271	306	295	0,6
Prélèvements	8 194	8 502	8 680	8 737	8 269	10 420	7 593	14,3
TIP	364	342	320	301	238	244	262	0,5
Télérèglements	66	76	101	127	76	174	166	0,3
Paiements par cartes	21 505	22 969	24 489	25 868	26 153	28 281	27 542	51,8
Retraits par cartes	2 375	2 422	2 407	2 397	2 399	2 593	2 509	4,7
Total	**49 677**	**51 275**	**52 469**	**53 472**	**52 707**	**58 924**	**53 211**	**100,0**

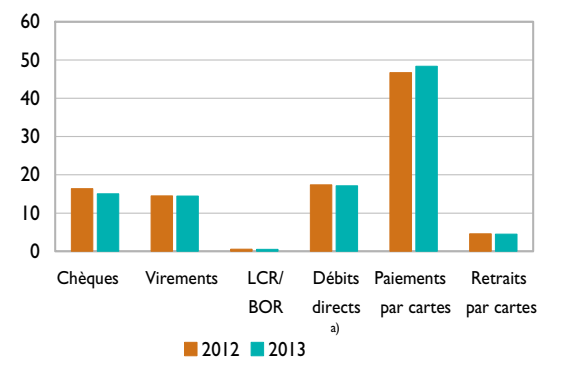
Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% 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 juin 2014

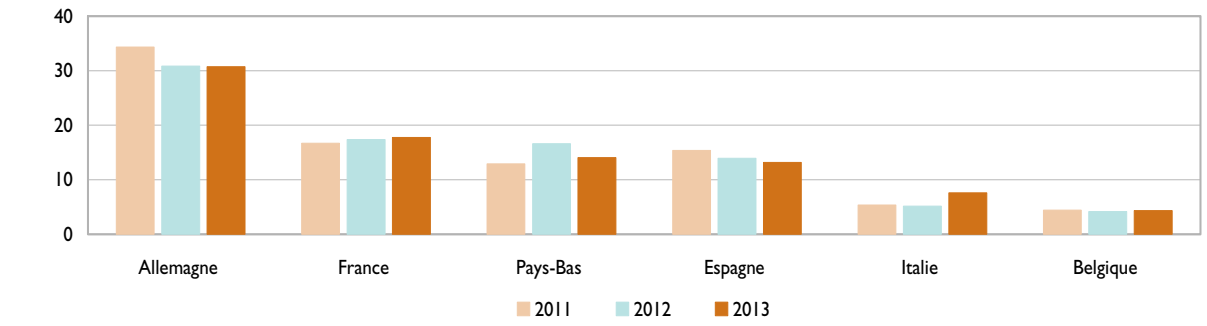
Figure 35
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

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

	2010	2011	2012	2013	2014			2014
					mars	avril	mai	Part
France	365	398	431	343	352	380	367	18,0
Allemagne	829	818	764	594	621	664	653	32,0
Autriche	27	27	25	21	27	29	30	1,5
Belgique	95	106	104	84	88	92	96	4,7
Chypre	2	2	3	1	0	0	0	0,0
Espagne	342	367	345	255	253	265	247	12,1
Estonie	–	1	1	1	1	1	1	0,0
Finlande	35	47	85	39	35	37	39	1,9
Grèce	28	23	20	34	27	37	30	1,5
Irlande	30	21	17	15	16	17	18	0,9
Italie	129	129	128	147	172	183	179	8,7
Lettonie	–	–	–	–	2	2	1	0,1
Luxembourg	40	57	70	67	66	71	71	3,5
Malte	0	0	1	0	0	1	0	0,0
Pays-Bas [a]	300	308	412	272	239	249	238	11,6
Portugal	20	22	14	11	11	13	11	0,6
Slovaquie	3	3	3	2	2	3	3	0,1
Slovénie	2	2	3	2	2	4	2	0,1
EPM-BCE	37	36	35	29	40	40	40	2,0
Total TARGET2 zone euro [b]	**2 283**	**2 368**	**2 462**	**1 918**	**1 953**	**2 087**	**2 029**	**99,3**
Hors zone euro	16	17	15	17	16	16	15	0,7
Total TARGET2 Union européenne [b]	**2 299**	**2 385**	**2 477**	**1 935**	**1 969**	**2 103**	**2 044**	**100,0**
Euro1 [c]	**241**	**249**	**226**	**191**	**186**	**182**	**nd**	

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 juin 2014

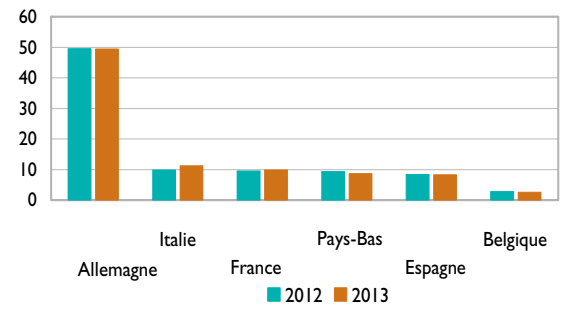
Figure 36
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

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

	2010	2011	2012	2013	2014			2014
					mars	avril	mai	Part
France	31 850	34 139	33 830	35 753	38 206	40 517	36 838	10,3
Allemagne	173 218	172 884	175 611	179 655	177 664	184 508	174 309	48,6
Autriche	5 266	6 294	6 711	4 719	4 668	5 055	4 527	1,3
Belgique	9 454	10 265	9 955	9 322	10 076	11 619	10 685	3,0
Chypre	466	515	613	872	542	585	576	0,2
Espagne	29 195	29 509	29 760	30 105	29 573	29 685	28 031	7,8
Estonie	–	329	360	417	469	508	486	0,1
Finlande	1 589	1 571	1 611	1 596	1 596	1 645	1 609	0,4
Grèce	5 904	5 861	4 335	4 292	3 189	3 316	3 125	0,9
Irlande	4 961	4 376	4 012	3 589	3 484	3 870	3 604	1,0
Italie	33 649	33 643	34 837	40 711	47 550	48 591	47 544	13,2
Lettonie	–	–	–	–	1 355	1 439	1 279	0,4
Luxembourg	3 033	3 229	3 509	4 398	4 919	5 149	4 814	1,3
Malte	65	72	157	236	311	402	357	0,1
Pays-Bas [a]	33 304	32 490	33 144	31 300	26 891	28 205	25 717	7,2
Portugal	4 206	4 165	4 166	4 276	4 720	4 876	4 945	1,4
Slovaquie	582	730	1 090	1 255	1 010	959	950	0,3
Slovénie	3 023	3 039	2 786	2 697	2 733	3 028	2 670	0,7
EPM-BCE	333	379	553	590	686	688	676	0,2
Total TARGET2 zone euro [b]	**340 099**	**343 488**	**347 040**	**355 785**	**359 645**	**374 645**	**352 742**	**98,3**
Hors zone euro	3 281	5 017	7 145	7 313	6 278	6 626	6 092	1,7
Total TARGET2 Union européenne [b]	**343 380**	**348 505**	**354 185**	**363 099**	**365 924**	**381 271**	**358 834**	**100,0**
Euro1 [c]	**343 380**	**348 505**	**354 185**	**363 099**	**234 890**	**245 362**	**nd**	

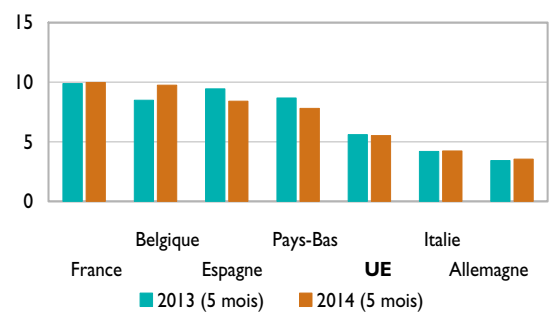
Parts de marché de chaque place dans le système TARGET2 de l'Union européenne

(% 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 juin 2014*

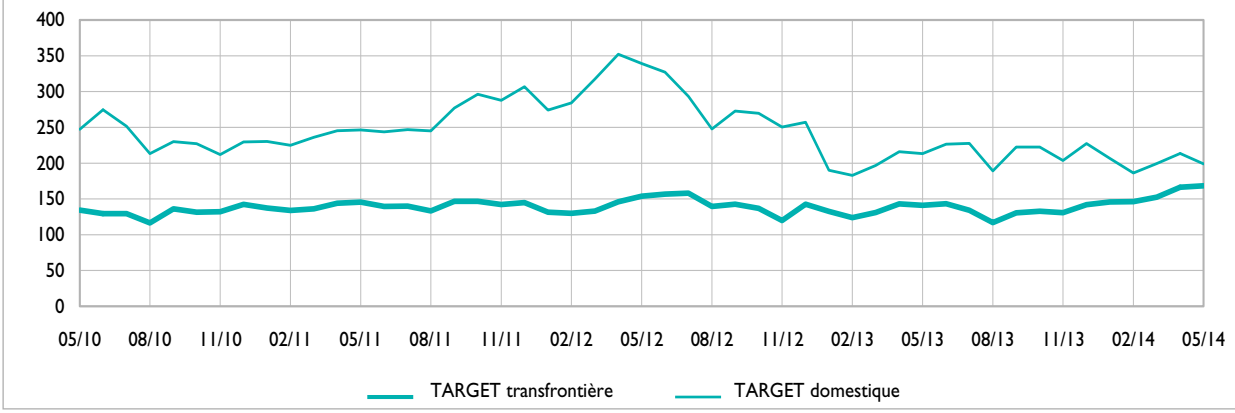
Figure 37
Systèmes de paiement de montant élevé – France

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

	2010	2011	2012	2013	2014			2014
					mars	avril	mai	Part
Garanties mobilisées dans TARGET domestique France [b]								
Titres français négociables	105,7	81,6	127,4	109,8	71,0	68,7	68,6	23,7
Créances privées	149,8	146,4	189,9	180,7	163,8	164,4	155,0	53,6
Titres mobilisés *via* le CCBM	76,9	60,5	53,7	63,7	64,1	66,6	60,7	21,0
Autres titres étrangers [c]	5,9	3,5	2,7	3,4	3,9	4,4	5,1	1,8
Total	**338,3**	**292,0**	**373,8**	**357,6**	**302,8**	**304,1**	**289,4**	**100,0**

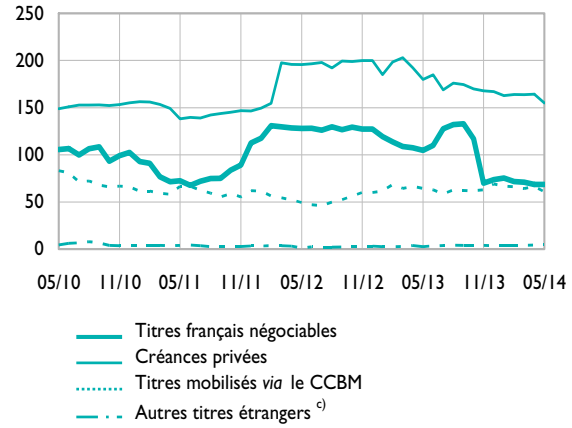
Évolution mensuelle des capitaux échangés [a]

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

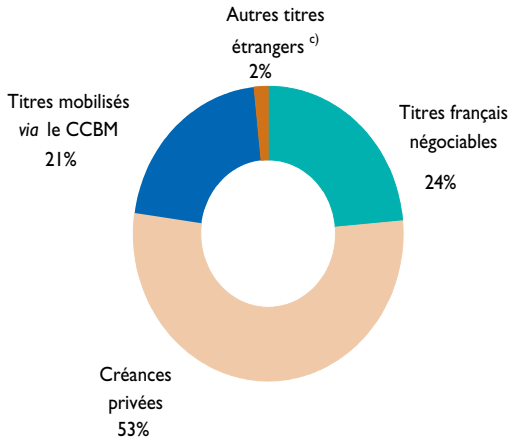


Évolution mensuelle des garanties mobilisées [b]

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées en mai 2014 [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 juin 2014*

Notice méthodologique

1| Situation économique générale

1|1 Compétitivité

Les indicateurs de compétitivité sont calculés selon la méthodologie présentée par L. Buldorini *et alii* [1]. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, prennent notamment en compte la concurrence sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Elles sont calculées sur la base des échanges de produits manufacturés en moyenne sur les années 1995 à 2009. Pour les pays de l'Union européenne, les IPC utilisés comme déflateurs sont les indices de prix à la consommation harmonisés.

Le groupe de 24 pays partenaires de l'OCDE est constitué de l'Allemagne, de l'Australie, de l'Autriche, de la Belgique, du Canada, de la Corée du Sud ,du Danemark, de l'Espagne, des États-Unis, de la Finlande, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Islande, de l'Italie, du Japon, du Luxembourg, du Mexique, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, des Pays-Bas, du Portugal, du Royaume-Uni, de la Suède et de la Suisse.

Le groupe de 46 pays partenaires est constitué de pays de l'Union européenne (l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, Chypre, le Danemark, l'Espagne, la Finlande, la Grèce, la Hongrie, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède), de l'Afrique du Sud, de l'Algérie, de l'Argentine, de l'Australie, du Brésil, du Canada, du Chili, de la Chine, de la Corée du Sud, des États-Unis, de Hong Kong, de l'Inde, de l'Indonésie, de l'Islande, d'Israël, du Japon, de la Malaisie, du Maroc, du Mexique, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, des Philippines, de Singapour, de la Suisse, de Taïwan, de la Thaïlande, de la Turquie et du Venezuela.

1|2 La balance des paiements

Définitions

La balance des paiements est un document statistique, présenté suivant les règles de la comptabilité en partie double, qui rassemble et ordonne l'ensemble des transactions économiques et financières entre les résidents français et les non-résidents au cours d'une période donnée. Elle est présentée conformément aux prescriptions internationales du 6e *Manuel de balance des paiements* du Fonds monétaire international (FMI) [2]. Elle alimente le compte du « Reste du monde » de la comptabilité nationale.

Les résidents sont les personnes physiques ayant leur centre d'intérêt économique prédominant en France, quelle que soit leur nationalité – à l'exception des fonctionnaires et militaires étrangers en poste en France –, les fonctionnaires et autres agents publics français en poste à l'étranger ou mis à la disposition d'organisations internationales ou d'autres employeurs non résidents, les personnes morales, françaises ou étrangères, pour leurs établissements en France, lorsqu'il y a existence d'une activité économique réelle exercée en France par des unités de production autonomes, quelle qu'en soit leur forme juridique.

Les non-résidents sont les personnes physiques étrangères ou françaises qui vivent habituellement à l'étranger – c'est-à-dire qui y ont leur installation effective, à l'exception des représentations françaises et des fonctionnaires français en poste à l'étranger –, ainsi que les personnes morales étrangères ou françaises, pour leurs établissements à l'étranger, lorsqu'il y a existence d'une activité économique réelle exercée à l'étranger par des unités de production autonomes, quelle qu'en soit la forme juridique.

Pour l'élaboration des statistiques de balance des paiements, la France comprend la métropole, la

1 *Buldorini, Makrydakis et Thimann (2002) :* "The effective exchange rates of the euro", *BCE,* Occasional Paper, *n° 2, consultable sur le site de la BCE* (http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp2.pdf)

2 *L'acronyme anglais « BPM6 », pour « Balance of Payments Manual – 6th version », est également utilisé.*

principauté de Monaco, les départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, La Réunion et Mayotte), les collectivités d'outre-mer de Saint-Barthélemy, Saint-Martin et Saint-Pierre-et-Miquelon [3]. Tous les autres pays, territoires et institutions constituent « l'étranger » ou le « reste du monde ».

Mode d'enregistrement

Par convention, on affecte un signe positif à toute transaction courante, à l'exception des acquisitions effectuées pour le négoce qui sont enregistrées avec un signe négatif (dans ce cas particulier, la valeur des biens acquis par un négociant n'est pas comptabilisée comme une importation ; elle est déduite de la valeur de l'exportation qui, elle, est représentative de la revente ; c'est ainsi une exportation nette de la valeur d'acquisition qui est enregistrée).

S'agissant du « haut de balance », constitué des transactions courantes, un solde (crédit moins débit) positif indique un excédent des recettes sur les dépenses et donc des entrées de capitaux. S'agissant du « bas de balance », constitué des opérations en avoirs et en engagements du compte financier, un chiffre positif reflète une augmentation des avoirs ou des engagements, tandis qu'un chiffre négatif représente une diminution des avoirs ou des engagements. Un solde positif des flux du compte financier représente donc un accroissement des créances (avoirs) nettes de la France et un solde négatif une réduction de ces créances (avoirs) nettes. Une augmentation simultanée, pour le même montant, des avoirs et des engagements, ne modifie pas le solde du compte financier.

La balance des paiements est établie chaque mois, dans une forme simplifiée et à partir d'estimations pour un certain nombre de postes, selon un calendrier annoncé à l'avance, environ six semaines après la fin du mois sous revue. Les révisions trimestrielles sont publiées environ 85 jours après la fin du

Illustration du mode d'enregistrement de la balance des paiements

		+	–
Transactions courantes	**Crédit**	**Recette** (par exemple : exportation, réception d'un dividende ou d'une prestation)	**Dépense** (acquisition de biens lors d'une transaction de négoce)
	Débit	**Dépense** (par exemple : importation, envoi de fonds)	
	Solde	**Excédent**	**Déficit**
Compte financier	**Avoirs**	**Augmentation des avoirs** (par exemple, un investissement direct à l'étranger représente la constitution d'un actif sur l'étranger)	**Diminution des avoirs** (par exemple, une cession de bons du Trésor américain par un résident constitue une diminution de créance sur les États-Unis)
	Engagements	**Augmentation des engagements** (par exemple un emprunt auprès de banques étrangères constitue une augmentation des engagements vis-à-vis de l'étranger) [a]	**Diminution des engagements** (par exemple, l'amortissement d'obligations d'État françaises détenues par des non-résidents est une opération de remboursement se traduisant par une réduction de la dette publique vis-à-vis de l'étranger, donc des engagements) [b]
	Net	**Accroissement des avoirs nets de la France**	**Diminution des avoirs nets de la France**

a) Cette opération a pour contrepartie immédiate l'augmentation des avoirs d'une banque centrale ou d'une banque correspondante étrangère (opération de signe positif, mais dans les avoirs).
b) En contrepartie, il se produit une diminution des avoirs d'une banque centrale ou d'une banque correspondante étrangère (opération de signe négatif, mais dans les avoirs).
Entrée de capitaux
Sortie de capitaux

3 *Les autres collectivités d'outre-mer (Polynésie française, Wallis et Futuna) et la Nouvelle-Calédonie, qui ne sont juridiquement pas membres de l'Union européenne ou de la zone euro, sont exclues du champ statistique de la balance des paiements de la France. Les deux principales de ces collectivités, la Polynésie française et la Nouvelle-Calédonie, disposent par ailleurs de leur propre balance des paiements réalisée par l'Institut d'émission d'outre-mer.*

trimestre de référence ; fondées sur des collectes plus complètes, elles permettent d'améliorer la qualité des données et de fournir une information plus détaillée. Les révisions annuelles, publiées en juin, concernent habituellement non seulement l'année précédente, mais également les deux années antérieures.

Les premiers résultats mensuels publiés sont qualifiés de provisoires. Les données trimestrielles après révision et les données de l'année précédant l'année en cours ont le statut de résultats semi-définitifs. Les données des années antérieures sont qualifiées de résultats définitifs.

Secteurs institutionnels

Dans certaines parties de la balance des paiements – les revenus secondaires, les investissements de portefeuille, les « autres investissements » –, les échanges recensés font l'objet d'un classement en fonction du secteur institutionnel auquel appartient le résident impliqué dans l'opération. On distingue dans ce cas :

- la Banque de France ;

- le secteur des administrations publiques (APU), qui regroupe l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale ;

- le secteur des institutions financières monétaires (IFM) hors banque centrale, comprenant les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation communautaire [4] et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts (ou de proches substituts de dépôts) de la part d'entités autres que des IFM et qui, pour leur propre compte, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Cette catégorie comprend également les institutions monétaires électroniques, c'est-à-dire celles qui pratiquent l'intermédiation financière principalement par l'émission de monnaie électronique. La Caisse des dépôts et consignations, les organismes de placement collectif [5] monétaires, les sociétés de financement et la Caisse nationale d'Épargne sont aussi inclus dans le secteur des IFM ;

- les « autres secteurs », qui regroupent les agents économiques autres que ceux inclus dans les trois secteurs précédents : les autres sociétés financières (sociétés d'assurance, entreprises d'investissement, organismes de placement collectif – sauf les OPC monétaires qui sont classés parmi les institutions financières monétaires), les entreprises industrielles et commerciales, les ménages et entrepreneurs individuels, et les institutions sans but lucratif au service des ménages (associations, fondations…), fréquemment désignées sous le sigle ISBLSM.

Les principales composantes de la balance des paiements

Définies par le 6e *Manuel de balance des paiements* du FMI, les composantes de la balance des paiements sont réparties entre le compte de transactions courantes, le compte de capital et le compte financier. Le poste des erreurs et omissions nettes est un poste d'ajustement dont l'existence tient à ce que, à la différence d'un système simple de comptabilisation en partie double, les enregistrements en débit et crédit dans la balance des paiements ne sont pas inscrits simultanément à l'occasion de chaque transaction, mais résultent de déclarations ou d'enquêtes provenant de sources différentes. Les erreurs et omissions traduisent les décalages statistiques issus d'incertitudes dans les taux de couverture de certaines collectes, de décalages de période, de différences de méthode… Sur moyenne période, les erreurs et omissions tendent à s'annuler.

Le compte de transactions courantes regroupe les flux de biens, services, revenus primaires et revenus secondaires entre la France et le reste du monde. Les échanges de biens sont évalués à partir des statistiques du commerce extérieur de la direction générale des Douanes et Droits indirects, retraitées pour être en conformité avec la méthodologie de la balance des paiements [6], auxquelles sont ajoutées les transactions relatives à l'avitaillement, ce qui constitue les marchandises générales, et le négoce international.

Les échanges de services hors voyages sont subdivisés en plusieurs postes selon leur nature économique. Parmi les postes mis en évidence par la balance des paiements, figurent notamment les transports – ventilés

4 *Les établissements de crédit sont définis comme les entreprises dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts (ou d'autres fonds remboursables) et à octroyer des crédits pour leur propre compte (article 4 du règlement UE n° 575/2013 du 26 juin 2013).*

5 *Désignés ci-après par le sigle OPC.*

6 *Les données douanières sont publiés en CAF/FAB : les importations incluent le coût des assurances et du fret (« CAF »), tandis que les exportations sont mesurées à leur valeur au passage de la frontière (« franco à bord »). Il faut effectuer un retraitement pour obtenir des données FAB/FAB – conformes à la méthodologie de la balance des paiements –, retraitement qui reventile les coûts d'assurance et de fret dans les services correspondants.*

entre les transports maritimes, aériens et les autres transports –, les services de construction, les services d'assurance et de pension, les services financiers, les commissions pour usage de propriété intellectuelle, les services de télécommunication, d'informatique et d'information, les autres services aux entreprises (services de recherche et développement, services de conseil en gestion, services techniques…), ainsi que les services personnels, culturels et relatifs aux loisirs.

Les voyages constituent un poste particulier au sein des services, étant définis non par la nature économique de l'échange, mais par les modalités de celui-ci. La ligne voyages reflète au crédit l'ensemble des dépenses des non-résidents en France effectuées au titre de leurs frais de séjour à l'occasion d'excursions, de voyages touristiques ou de voyages d'affaires, de durée inférieure à un an, ainsi que les frais engagés au titre des services personnels (de santé, de scolarité, etc.) acquis auprès de résidents ; au débit, les dépenses de même nature effectuées par des résidents français à l'étranger. Les dépenses et recettes de transport liées aux voyages internationaux ne sont pas enregistrées sous cette ligne, mais avec les services de transport. À l'inverse, les transports intérieurs effectués par des non-résidents et les transports à l'intérieur d'un pays étranger effectués par des résidents sont en principe inclus dans les voyages.

Les revenus primaires représentent les flux qui reviennent aux agents économiques pour leur participation au processus de production (« rémunérations des salariés »), pour la fourniture d'actifs financiers (« revenus des investissements ») ou pour la location de ressources naturelles (« loyers »). Les impôts et subventions sur les produits et la production sont également inclus dans les revenus primaires.

Les rémunérations des salariés comprennent les salaires, gages, traitements versés par des employeurs non résidents à leurs salariés résidents (travailleurs frontaliers, saisonniers, en mission de courte durée) et inversement, ainsi que les cotisations sociales employeurs et employés. Les revenus des investissements correspondent aux recettes ou paiements afférents aux avoirs ou engagements financiers extérieurs. Ils sont décomposés en fonction de la nature des opérations financières auxquelles ils se rattachent : revenus des investissements directs, revenus des investissements de portefeuille, revenus des autres investissements et revenus des avoirs de réserve (cf. ci-après pour une définition des rubriques du compte financier).

Les revenus secondaires représentent les transactions entre résidents et non-résidents qui ne font pas intervenir le transfert de propriété d'un actif fixe ou le transfert de fonds lié à l'acquisition d'un actif fixe. Ils sont ventilés par secteur institutionnel.

Les revenus secondaires des administrations publiques comprennent notamment les versements au titre de la coopération internationale, les contributions de la France aux dépenses des organisations internationales, les recettes et versements d'impôts en provenance et à destination d'administrations publiques étrangères effectués dans le cadre de conventions fiscales, les versements des administrations de sécurité sociale à des travailleurs ou à d'anciens travailleurs non-résidents et à leurs ayant-droits, ainsi que les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du Fonds européen agricole pour le développement rural (FEADER), qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

Les revenus secondaires des autres secteurs regroupent deux rubriques, les *transferts personnels*, qui comprennent principalement les envois de fonds des travailleurs, et les autres opérations. Les envois de fonds des travailleurs correspondent aux montants transférés à l'étranger par des travailleurs résidents et vice-versa. Les *autres opérations* comprennent des opérations de nature très diverse, parmi lesquelles les dons et versements humanitaires en faveur de personnes physiques et morales, les primes et indemnités d'assurance, les subventions et donations, les indemnités pour rupture de contrat, cautions et dédommagements, les prix littéraires, artistiques ou scientifiques, etc.

Le compte de capital regroupe les transferts en capital, c'est-à-dire les opérations qui donnent lieu au transfert de propriété d'un actif fixe ou à la remise d'un engagement par le créancier sans que rien ne soit reçu en échange – remises de dettes, pertes sur créances, aides à l'investissement – ainsi que les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits [7].

7 *Cette catégorie correspond aux ressources naturelles (terrains, droits d'exploitation du sous-sol, des eaux, des forêts…), aux contrats, baux et licences, ainsi qu'aux actifs de commercialisation (marques et modèles déposés, logos, noms de domaine…).*

Le compte financier est décomposé en plusieurs rubriques en fonction de la nature et de la finalité des opérations, investissements directs, investissements de portefeuille, instruments financiers dérivés, « autres investissements » et avoirs de réserve. Les rubriques sont subdivisées en créances et engagements, puis ventilées selon le type d'opération ou d'instrument et enfin selon le secteur résident concerné.

Les investissements directs recouvrent les opérations effectuées par des investisseurs afin d'acquérir, d'accroître ou de liquider un intérêt durable dans une entreprise et de détenir ou de liquider une influence dans sa gestion. La notion d'investissement direct est donc plus large que celle de contrôle. Par convention, on considère qu'une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'une personne physique ou morale (l'investisseur) détient au moins 10 % des droits de vote – ou, à défaut, 10 % du capital social – d'une entreprise « investie ».

L'investissement direct met en relation des entités apparentées, c'est-à-dire :

• une entité « investisseur direct » (maison-mère) et une ou plusieurs entreprises investies, qu'il s'agisse de succursales, de filiales ou d'autres entreprises affiliées ;

• des entreprises « investies » (sociétés sœurs) entre elles.

Les investissements directs comprennent non seulement la transaction initiale, qui établit la relation entre l'investisseur et l'entreprise investie, mais aussi toutes les transactions ultérieures entre eux et entre les entreprises apparentées (opérations de prêt, flux de trésorerie et, plus généralement, l'ensemble des opérations financières à l'exception des opérations entre établissements de crédit et intermédiaires financiers affiliés). Les investissements immobiliers sont également considérés comme des investissements directs.

Les investissements directs sont présentés selon le principe directionnel étendu. Dans cette présentation alternative, les prêts entre sociétés appartenant à un même groupe international ne sont pas classés en fonction du sens du prêt, mais d'après la résidence de la tête de groupe. Le terme « principe directionnel » se réfère à l'incidence de cette méthode sur le « sens du prêt » et le terme « étendu » signale que le principe directionnel vaut à la fois pour les relations classiques mère-filiale et pour les relations entre sociétés sans lien direct en capital mais appartenant au même groupe (« sociétés sœurs »). Cette méthode, qui aboutit à ce que les montants de flux et d'encours de prêts transfrontières croisés au sein d'un même groupe se compensent entre eux, fait diminuer substantiellement le volume global des flux et des stocks d'investissements directs français à l'étranger et étrangers en France par rapport aux données élaborées selon la méthodologie standard définie par le *Manuel de balance des paiements* du FMI. La signification des agrégats d'investissements directs, en flux et en stocks, en est renforcée [8].

Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France sont décomposés par nature d'opérations entre :

• les investissements immobiliers et les opérations en capital social, qui comprennent les acquisitions de biens immobiliers, les créations, acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre et les conversions de prêts en capital ;

• le réinvestissement des bénéfices, qui correspond à la part des résultats nets courants des entreprises investies revenant à la maison-mère au cours d'un exercice comptable, diminuée des dividendes versés à la maison-mère au cours du même exercice ;

• les autres opérations, qui recouvrent les opérations de prêts, avances, dépôts, à court et long termes, entre sociétés affiliées, à l'exception des crédits et dépôts entre les banques et intermédiaires financiers résidents et leurs correspondants étrangers, classés en « autres investissements ».

Les investissements de portefeuille retracent toutes les opérations sur titres négociables entre résidents et non-résidents, achats à l'émission, négociations et remboursements, à l'exception des opérations comprises au sein des investissements directs, des avoirs de réserve et des produits financiers dérivés et des opérations de cession temporaire. Les positions

8 *Cf. D. Nivat et B. Terrien, « Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France en 2009 »,* Bulletin de la Banque de France *n° 181, troisième trimestre 2010.*

courtes, nées de la vente à découvert de titres empruntés, sont déduites des avoirs des résidents.

Les flux sont partagés en avoirs et engagements et ensuite décomposés en fonction de la nature des titres échangés : actions et titres d'OPC, obligations et titres assimilés (c'est-à-dire tous les titres d'emprunt à plus d'un an d'échéance initiale), titres de créance à court terme (dont l'échéance est inférieure à un an). Les flux par catégorie d'instruments sont ensuite partagés en fonction du secteur résident détenteur (pour les avoirs) ou émetteur (pour les engagements). Les flux sont calculés à partir des variations d'encours, corrigées de l'impact des effets de valorisation (change et valorisation boursière) et des reclassifications statistiques.

Les instruments financiers dérivés comprennent les primes sur instruments conditionnels et les contrats à terme, achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs, ainsi que les appels de marge, les soultes et les intérêts sur *swaps*. Les encours des instruments financiers dérivés sont valorisés à la valeur de marché.

Les autres investissements englobent toutes les opérations sur actifs et passifs financiers vis-à-vis des non-résidents qui ne figurent pas sous une autre rubrique du compte financier. Cette rubrique se répartit entre créances et engagements des résidents vis-à-vis de l'étranger (y compris les prises et mises en pension livrée), puis par nature d'opérations (crédits commerciaux, prêts, dépôts et emprunts, autres avoirs et engagements), et enfin par secteur résident à l'origine des créances et des engagements. Les opérations de prêts et emprunts du secteur bancaire, par exemple celles qui financent le commerce international ou celles qui ont pour contrepartie des opérations d'investissement sur titres, jouent généralement un rôle important dans les mouvements de cette rubrique. On distingue en particulier les flux des institutions financières monétaires – IFM –, qui sont cohérents avec les informations destinées à l'élaboration des statistiques monétaires.

Les avoirs de réserve représentent les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires. Depuis la création de la zone euro, seuls les mouvements affectant la partie des réserves de change non transférées à la BCE et qui restent gérées par la Banque de France figurent dans la balance des paiements de la France. Par ailleurs, compte tenu de l'adoption d'une méthodologie commune aux pays membres de l'Union monétaire, seules les créances sur des non-résidents hors zone euro sont prises en compte, ce qui exclut, de fait, de cette rubrique les placements en devises effectués auprès de banques non résidentes situées dans la zone euro.

Les avoirs de réserve sont constitués des créances brutes en or monétaire et en devises, y compris sous forme de titres émis par des non-résidents, des avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS), de la position nette de réserve à l'égard du FMI et des autres avoirs de réserve.

I|3 La position extérieure

La position extérieure de la France a pour objectif de retracer, à la date d'arrêté, l'ensemble des créances et des engagements des résidents vis-à-vis des non-résidents. Elle est élaborée à l'aide d'enquêtes périodiques de stocks. La position extérieure fournit des indications sur le montant et la structure du patrimoine financier des résidents en actifs étrangers et des non-résidents en actifs français. Conformément aux recommandations du 6e *Manuel de balance des paiements* du FMI, les créances et engagements extérieurs de la France sont présentés suivant les mêmes rubriques que la balance des paiements.

Les encours d'investissements directs sont recensés chaque année. Ils peuvent être valorisés en valeur de marché, en valeur comptable, ou en valeur mixte. La valeur comptable des encours est celle indiquée par les entreprises dans leur comptabilité. Elle figure, pour les investissements directs français à l'étranger, dans les tableaux relatifs aux filiales et participations annexés aux comptes annuels, et pour les investissements directs étrangers en France, dans les bilans des sociétés résidentes affiliées à des investisseurs directs non résidents. Pour l'élaboration des chiffres définitifs (publiés en principe dix-huit mois après la date d'arrêté), le montant d'un investissement est calculé en multipliant la quote-part détenue par l'investisseur direct dans la société investie par la valeur des capitaux propres de la société. Les chiffres estimés sont établis tant pour les investissements directs français à l'étranger que pour les investissements

étrangers en France, à partir des dernières données comptables disponibles, augmentées des flux de balance de paiements relatifs aux investissements directs.

Le recensement est limité aux encours détenus directement par les investisseurs directs, les participations indirectes (de deuxième rang, de troisième rang, etc.) n'étant pas prises en compte. Ainsi, si la filiale étrangère d'un investisseur résident détient elle-même un investissement direct dans une autre société, ce deuxième investissement n'est pas pris en considération. De même, si la filiale française d'un investisseur étranger détient une autre filiale en France, ce deuxième investissement n'entre pas dans l'encours recensé.

Les encours d'investissements directs en valeur de marché, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, font l'objet d'une estimation, déterminée en commun avec les comptables financiers nationaux, appliquée aux seuls capitaux propres. Seuls les encours agrégés en valeur de marché sont diffusés. Aucune ventilation par entreprise, par pays ou par secteur économique n'est donc disponible.

En valeur mixte, la partie cotée des encours d'investissements directs, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, est valorisée en valeur de marché tandis que la partie non cotée est valorisée en valeur comptable. Cette méthode de valorisation est la plus répandue au sein de l'Union européenne et permet des comparaisons de la position extérieure entre pays. Elle est ainsi utilisée par la Commission européenne pour établir les indicateurs européens de déséquilibres macroéconomiques, et par la Banque centrale européenne pour élaborer la position extérieure de la zone euro.

La position-titres recouvre les encours de titres étrangers détenus par les résidents (avoirs) et les encours de titres français détenus par les non-résidents (engagements). La source principale pour le suivi des détentions est la collecte titre par titre menée auprès des teneurs de compte conservateurs résidents (collecte PROTIDE). Les teneurs de compte-conservateurs déclarent titre par titre leur compte propre ainsi que les positions de leur clientèle, tant résidente que non résidente, relevant des investissements de portefeuille. La collecte PROTIDE couvre également les actions émises au nominatif pur et administrées par des intermédiaires.

Les titres recensés, s'agissant des investissements de portefeuille des résidents en titres étrangers (avoirs), sont tous les titres étrangers en euros ou en devises, (actions, titres d'OPC monétaires et non monétaires, obligations, titres de créance à court terme) émis par des non-résidents et détenus par les résidents, à l'exception des titres de participation détenus dans le cadre d'investissements directs, des titres qui ne peuvent être cédés qu'avec l'accord de l'émetteur et des bons de caisse émis par les banques non résidentes, ainsi que des titres étrangers détenus par des résidents n'appartenant pas au secteur des IFM et conservés directement à l'étranger par ceux-ci.

Les investissements de portefeuille des non-résidents en titres français (engagements) comprennent tous les titres en euros ou en devises émis par des résidents et détenus par des non-résidents. Le portefeuille des non-résidents en titres français est ventilé entre les actions, les titres d'OPC monétaires et non monétaires, les obligations et assimilées (dont les OAT et les BTAN), les titres de créance à court terme (dont les bons du Trésor à taux fixe). Ne sont inclus dans le recensement ni les actions détenues au titre des investissements directs, ni les titres français (actions, obligations ou titres de créance à court terme) détenus hors de France par les non-résidents, à l'exception des obligations émises sur le marché international. Pour cette catégorie d'instrument, l'encours détenu par les non-résidents est inclus dans les engagements des résidents, quel que soit le lieu de conservation du titre (France ou étranger).

Les portefeuilles sont évalués en valeur de marché, à la date d'arrêté du recensement, coupon couru inclus pour les titres de dette.

Les encours d'instruments financiers dérivés regroupent les données sur les options – instruments conditionnels achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs –, ainsi que sur les swaps, FRAs et forwards du secteur bancaire. Ils sont valorisés en valeur de marché.

La position en autres investissements comprend les crédits commerciaux et les avances à la commande, la position dépôts-crédits des entreprises, des OPC non monétaires et des entreprises d'investissement, les créances des ménages vis-à-vis de l'étranger, la position prêts-emprunts des IFM résidentes, les investissements des autorités monétaires et des administrations publiques non recensés ailleurs. Les encours sont évalués en valeur nominale.

Les avoirs de réserve sont valorisés à chaque fin de mois sur la base des cours déterminés comme suit :

• l'or est valorisé au cours du dernier jour du mois ;

• les droits de tirage spéciaux et la position vis-à-vis du Fonds monétaire international sont évalués au dernier cours du DTS calculé par le FMI à la date d'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 + Lettonie + Luxembourg + Malte + Pays-Bas + Portugal + Slovaquie + Slovénie

Depuis le 1er janvier 2014, la zone euro inclut la Lettonie. Les séries statistiques relatives à la zone euro tiennent compte des modifications de la composition de la zone euro.

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :
France = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, La Réunion, Mayotte) + Saint-Pierre-et-Miquelon + Saint-Martin + Saint-Barthélemy.

Secteurs économiques

Institutions financières monétaires (IFM) : elles comprennent les établissements de crédit résidant dans la zone euro, tels que définis par la législation communautaire, et toutes les institutions financières résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les 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 livrets de développement durable, des comptes d'épargne logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les pensions représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés. Les titres autres que des actions ou titres de créance sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend, notamment, les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Les titres de créance à court terme correspondent à des titres émis par des IFM, des SNF ou des APU, d'une durée initiale inférieure ou égale à un an, négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt, les

billets de trésorerie et les bons du Trésor à taux fixe et à intérêt pré-compté (BTF).

Sont qualifiés de monétaires tous les actifs financiers entrant dans la composition de l'agrégat *M3* suivi par la Banque centrale européenne.

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

M2 = *M1* + dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans

M3 = *M2* + pensions + titres d'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 18	Zone euro à dix-huit pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Lettonie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Portugal, Slovaquie, Slovénie)
UE à 28	Union européenne à vingt-huit pays (ZE à 18 + Bulgarie, Croatie, Danemark, Hongrie, 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
HR	Croatie
HU	Hongrie
IE	Irlande
IT	Italie
JP	Japon
LT	Lituanie
LU	Luxembourg
LV	Lettonie
MT	Malte
NL	Pays-Bas
PL	Pologne
PT	Portugal
RO	Roumanie
RU	Russie
SE	Suède
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
US	États-Unis
ZE	Zone euro

Indices

CAC 40	Indice 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/fr/publications/accueil.htm).

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 2012

« Les PME en forte croissance », n° 187, 1er trimestre
« Après un retour à la normale en 2010, la durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière poursuit sa progression en 2011 », n° 187, 1er trimestre
« Les caractéristiques des montages LBO en France : de fortes spécificités pour les cibles de petite ou moyenne taille », n° 187, 1er trimestre
« L'évolution des placements financiers des ménages français en 2011 », n° 187, 1er trimestre
« L'évolution de la monnaie et du crédit en 2011 », n° 187, 1er trimestre
« La récession de 2008-2009 a-t-elle accru la part structurelle du chômage en zone euro ? », n° 187, 1er trimestre
« Les politiques budgétaire et monétaire à la suite de la crise financière », Synthèse de la conférence BDF/EABCN/EJ/PSE des 8 et 9 décembre 2011, n° 187, 1er trimestre
« 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, n° 187, 1er trimestre

« L'impact de l'évolution des taux souverains sur les conditions de financement des économies française, espagnole et italienne », n° 188, 2e trimestre
« La mesure du risque systémique », synthèse de la conférence donnée à la Banque de France, par Robert F. Engle, prix Nobel d'économie, le 25 janvier 2012, n° 188, 2e trimestre
« Autrefois les États-Unis, maintenant l'Europe », synthèse de la conférence donnée à la Banque de France, par Thomas Sargent, prix Nobel d'économie, le 1er mars 2012, n° 188, 2e trimestre
« Les PME en Europe : les disparités entre pays et secteurs sont plus fortes en 2010 qu'avant la crise », n° 188, 2e trimestre
« Financement et risque de défaut des entreprises durant la crise », synthèse d'une conférence organisée par la Banque de France et OSEO les 9 et 10 février 2012, n° 188, 2e trimestre
« L'analyse de l'activité des banques par ligne de métiers », n° 188, 2e trimestre
« Ce que détiennent les OPCVM français », n° 188, 2e trimestre
« La fin des échanges des billets en francs », n° 188, 2e trimestre
« Les implications économiques et financières du développement durable et du changement climatique pour les entreprises industrielles », n° 188, 2e trimestre

« La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2011 », n° 189, 3e trimestre
« Les PME en France en 2011 : malgré une activité bien orientée, la rentabilité stagne et les structures financières demeurent hétérogènes », n° 189, 3e trimestre
« Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes », n° 189, 3e trimestre
« Évolution des déséquilibres courants dans la zone euro : choc de compétitivité ou choc de demande ? », n° 189, 3e trimestre
« Les placements des organismes d'assurances à fin 2011 », n° 189, 3e trimestre
« 18e colloque international sur l'analyse des données de panel : une brève synthèse », n° 189, 3e trimestre

« Les entreprises en France en 2011 : l'activité s'accroît mais la rentabilité faiblit », n° 190, 4e trimestre
« La situation financière des grands groupes cotés reste solide au premier semestre 2012 en dépit d'un contexte difficile », n° 190, 4e trimestre
« Les ETI en France : quelles stratégies de croissance, d'investissement et de financement », n° 190, 4e trimestre
« La baisse des délais de paiement : une tendance moins affirmée en 2011 », n° 190, 4e trimestre
« Le patrimoine économique national en 2011 : hausse de 5 % », n° 190, 4e trimestre
« Évolution des flux de placements financiers des ménages français au premier semestre 2012 et incidence sur les groupes de bancassurance », n° 190, 4e trimestre
« La titrisation en France », n° 190, 4e trimestre
« L'impact de la crise de la zone euro sur la zone franc : analyse des canaux de transmission », n° 190, 4e trimestre
« Taux de change d'équilibre et mesure de la compétitivité au sein de la zone euro », n° 190, 4e trimestre
« Indicateurs de vulnérabilité macroéconomiques et financiers dans les économies avancées — Synthèse d'une conférence organisée à Strasbourg les 13 et 14 septembre 2012 », n° 190, 4e trimestre
« Croissance verte et croissance économique », n° 190, 4e trimestre
« Les Français et l'économie — Synthèse de l'enquête quantitative Banque de France/TNS Sofres — Journées de l'économie à Lyon », n° 190, 4e trimestre

Année 2013

« L'évolution de la monnaie et du crédit en 2012 – Une distribution des crédits plus dynamique en France que dans la zone euro », n° 191, 1er trimestre
« La publicité dans le secteur financier : l'action de l'Autorité de contrôle prudentiel depuis 2010 », n° 191, 1er trimestre
« Les investissements directs étrangers en France de 2005 à 2011 »
« Les caractéristiques des montages LBO en France : de fortes spécificités liées à la taille de la cible », n° 191, 1er trimestre
« Dynamiques de salaires et rééquilibrage des comptes courants dans la zone euro », n° 191, 1er trimestre
« Marché du travail : institutions et réformes. Synthèse de la conférence des 15 et 16 novembre 2012 organisée par l'École d'économie d'Aix-Marseille et la Banque de France », n° 191, 1er trimestre
« Le microcrédit accompagné. Compte rendu du colloque organisé par la Banque de France le 12 décembre 2012 », n° 191, 1er trimestre

« La situation financière des grands groupes cotés à fin 2012 : les effets de la crise se font inégalement ressentir », n° 192, 2e trimestre
« Les profits des groupes du CAC 40 : quelle contribution des revenus d'investissements directs à l'étranger ? Une évaluation sur la période 2005-2011 », n° 192, 2e trimestre
« Durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière : stabilité en 2012
Résultats de l'enquête 2012 conduite par la Banque de France », n° 192, 2e trimestre
« Accès au crédit des PME et ETI : fléchissement de l'offre ou moindre demande ? Les enseignements d'une nouvelle enquête trimestrielle auprès des entreprises », n° 192, 2e trimestre
« La compétitivité des entreprises : synthèse de la conférence du réseau CompNet Banque de France – 20 et 21 septembre 2012 », n° 192, 2e trimestre
« Les OPCVM français au travers de la crise (2008-2012) », n° 192, 2e trimestre
« Les salaires réels ont-ils été affectés par les évolutions du chômage en France avant et pendant la crise ? », n° 192, 2e trimestre
« Patrimoine et endettement des ménages dans la zone euro : le rôle prépondérant de l'immobilier », n° 192, 2e trimestre
« Le FMI et la gestion des flux de capitaux : la longue route vers une approche pragmatique », n° 192, 2e trimestre
« Pétrole et macroéconomie — Synthèse de l'atelier Banque de France du 14 novembre 2012 », n° 192, 2e trimestre

« La détention par les non-residents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2012 », n° 193, 3e trimestre
« Les entreprises moyennes cotées en bourse : de bonnes performances en 2011 mais moins favorables en 2012 », n° 193, 3e trimestre

« Le ralentissement de l'activité pèse sur la rentabilité et les investissements des PME en 2012», n° 193, 3e trimestre
« Les placements des organismes d'assurance à fin 2012», n° 193, 3e trimestre
« Croissance verte : de la théorie à la mise en œuvre — Synthèse de la conférence organisée par la Banque de France le 21 mars 2013», n° 193, 3e trimestre
« Mondialisation et marchés du travail : les avancées récentes — Vue d'ensemble de la conférence organisée par la Banque de France les 16 et 17 mai 2013», n° 193, 3e trimestre

« La situation financière des grands groupes cotés au premier semestre 2013 : une pause dans l'expansion, sur fond de désendettement », n° 194, 4e trimestre
« Les entreprises en France en 2012 : dégradation des performances mais consolidation des équilibres financiers », n° 194, 4e trimestre
« La situation financière des entreprises : une mise en perspective. Synthèse du colloque organisé par la Banque de France le 23 septembre 2013 », n° 194, 4e trimestre
« Les délais de paiement en 2012 : le mouvement de réduction du crédit interentreprises s'interrompt », n° 194, 4e trimestre
« Quels sont les effets sur l'inflation des changements de TVA en France ? », n° 194, 4e trimestre
« La titrisation en France : évolutions récentes », n° 194, 4e trimestre
« Le patrimoine économique national en 2012 : une quasi-stabilité », n° 194, 4e trimestre
« L'innovation au cœur du fiduciaire : le premier billet de la série Europe », n° 194, 4e trimestre
« Les Français et l'économie – L'enseignement de l'économie devrait tenir une place plus importante dans le système éducatif », n° 194, 4e trimestre

Une sélection d'articles du Bulletin est disponible en anglais dans le Quarterly Selection of Articles (QSA) *https://www.banque-france.fr/en/publications/banque-de-france-bulletins.html*

Année 2014

« L'évolution de la monnaie et du crédit en 2013 », n° 195, 1er trimestre
« Le comportement des entreprises durant la crise : quelles leçons peut-on tirer des données microéconomiques ? Synthèse de la conférence organisée par la Banque de France les 28 et 29 novembre 2013 », n° 195, 1er trimestre
« Ajustement international et rééquilibrage de la demande mondiale : où en sommes-nous ? », n° 195, 1er trimestre
« Marché du travail : institutions et réformes », n° 195, 1er trimestre
« *Trading* algorithmique et *trading* haute fréquence », n° 195, 1er 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 2011

« Déséquilibres mondiaux : le point de vue de l'Agence monétaire saoudienne », n° 15, février
« Les flux internationaux de capitaux et le repli vers les actifs sûrs aux États-Unis, 2003-2007 », n° 15, février
« La stabilité financière confrontée aux afflux massifs de capitaux : le point de vue d'un marché émergent », n° 15, février
« Les déséquilibres mondiaux, le système monétaire international et la stabilité financière », n° 15, février
« Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque du Mexique », n° 15, février
« Complémentarité et coordination des politiques macroéconomiques et financières pour remédier aux déséquilibres internes et externes », n° 15, février

« Déséquilibres mondiaux : un problème commun à résoudre pour les économies avancées et les économies de marché émergentes », n° 15, février
« Équilibre mondial et stabilité financière : des objectifs indissociables pour un système économique mondial résistant », n° 15, février
« Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque d'Angleterre », n° 15, février
« Déséquilibres mondiaux et pays en développement », n° 15, février
« Les déséquilibres mondiaux : un point de vue sud-africain », n° 15, février
« La nature volatile des flux de capitaux : l'expérience indonésienne et les nouveaux rôles du FMI », n° 15, février
« Déséquilibres mondiaux et stabilité financière », n° 15, février
« Les déséquilibres mondiaux et les déséquilibres des comptes de transactions courantes », n° 15, février
« Les déséquilibres mondiaux vus au travers du prisme de l'épargne et de l'investissement », n° 15, février
« Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque de réserve d'Inde », n° 15, février
« Les défis intellectuels qui se posent à l'analyse de la stabilité financière à l'ère de la surveillance macroprudentielle », n° 15, février
« Renouer avec la stabilité et la croissance après la crise », n° 15, février
« La règle de Tinbergen revisitée : le maintien de la stabilité financière à l'aide d'outils macroprudentiels », n° 15, février
« Du taux d'épargne », n° 15, février

Année 2012

« L'activité de banque centrale dans un contexte de dette publique élevée », n° 16, avril
« Perspectives budgétaires et risques pour la viabilité budgétaire », n° 16, avril
« Lorsque la dette souveraine des économies occidentales devient risquée », n° 16, avril
« Le retour de la répression financière », n° 16, avril
« L'histoire de deux excès : le lien entre risques de crédit du secteur financier et des emprunteurs souverains », n° 16, avril
« Les banques, l'aléa moral et la dette publique », n° 16, avril
« Solvabilité des emprunteurs souverains et stabilité financière : une perspective internationale », n° 16, avril
« Stabilité, croissance et réforme de la réglementation », n° 16, avril
« Le risque souverain est-il correctement traité par la réglementation financière ? », n° 16, avril
« Contagion et crise de la dette européenne », n° 16, avril
« Politique monétaire et dette publique », n° 16, avril
« La clé d'un assainissement budgétaire réussi : coopération ou confrontation avec la politique monétaire ? », n° 16, avril
« Domination monétaire dans la zone euro et défis budgétaires : une perspective théorique », n° 16, avril
« Indépendance de la banque centrale et défaut souverain », n° 16, avril
« La crise de la dette souveraine et la politique monétaire », n° 16, avril
« Soutenabilité de la dette publique : conditions préalables à la stabilité du système financier et des prix », n° 16, avril
« L'importance de la confiance dans les efforts de stabilisation macroéconomique », n° 16, avril
« Quelle politique pour la dette souveraine ? », n° 16, avril
« Une relation risquée : l'interdépendance entre dette bancaire et dette souveraine et la stabilité financière dans la zone euro », n° 16, avril
« Restaurer la croissance et l'optimisme pour une nouvelle ère budgétaire », n° 16, avril
« Les lacunes de la structure institutionnelle de la zone euro », n° 16, avril
« La crise de l'euro : quelques éléments de réflexion sur la réforme institutionnelle », n° 16, avril

Année 2013

« La mise en œuvre complète du programme de réforme lancé par le G20 en vue de renforcer les marchés des produits dérivés de gré à gré », n° 17, avril
« Réforme de la réglementation des produits dérivés de gré à gré : passé, présent et futur », n° 17, avril
« Vue d'ensemble des travaux conduits à l'échelle internationale pour une réforme des marchés des produits dérivés de gré à gré et défis restant à relever », n° 17, avril

« Coordination internationale : la condition *sine qua non* du succès de la réforme des marchés de dérivés négociés de gré à gré », n° 17, avril
« Contenir l'extraterritorialité afin de promouvoir la stabilité financière », n° 17, avril
« La réforme du marché international des *swaps* – Promouvoir la transparence et réduire les risques », n° 17, avril
« Les principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers définis par le CSPR et l'OICV : des vecteurs pour une convergence internationale », n° 17, avril
« Une norme de transparence pour les dérivés », n° 17, avril
« De nouvelles infrastructures pour un système financier plus solide », n° 17, avril
« L'importance de la qualité des données pour l'efficacité de la politique de stabilité financière. L'identifiant pour les entités juridiques : une première étape vers la nécessaire réforme des données financières », n° 17, avril
« Transparence et stabilité financière », n° 17, avril
« L'évaluation des risques de contagion sur le marché des CDS », n° 17, avril
« Pourquoi le règlement des CDS grecs n'a pas conduit à la débâcle redoutée », n° 17, avril
« Les contreparties centrales, instruments de stabilité et d'atténuation du risque », n° 17, avril
« Une compensation centralisée compatible avec les incitations », n° 17, avril
« L'accès aux contreparties centrales : son importance et son évolution », n° 17, avril
« Les contreparties centrales et l'évolution des marchés de capitaux : sécurité, redressement et résolution », n° 17, avril
« Les garanties et les nouvelles possibilités offertes pour une gestion optimisée : une révolution industrielle », n° 17, avril
« Rareté du collatéral et part croissante des actifs gagés dans les bilans bancaires : les conséquences pour le système financier européen », n° 17, avril
« Marché des dérivés de gré à gré : évolution réglementaire et dynamique du collatéral », n° 17, avril
« Dérivés de gré à gré : pour des marchés sûrs et efficients, qui soutiennent la croissance économique », n° 17, avril
« Les conséquences du nouveau paysage réglementaire sur les marchés des produits dérivés de gré à gré », n° 17, avril
« La nouvelle réglementation des marchés de gré à gré va-t-elle entraver l'innovation financière ? », n° 17, avril

Année 2014

« De la théorie à la mise en oeuvre de la politique macroprudentielle », n° 18, avril
« Cinq questions et six réponses sur la politique macroprudentielle », n° 18, avril
« La gouvernance de la politique macroprudentielle» », n° 18, avril
« Du *« tapering »* à une politique préventive », n° 18, avril
« Les problèmes d'action collective dans la politique macroprudentielle et la nécessité d'une coordination internationale », n° 18, avril
« Une perspective macroprudentielle pour la réglementation des grandes institutions financières », n° 18, avril
« L'incidence de la politique macroprudentielle sur l'intégration financière », n° 18, avril
« La politique macroprudentielle européenne de sa gestation aux premiers balbutiements », n° 18, avril
« La politique macroprudentielle en France : exigences et mise en oeuvre », n° 18, avril
« La mise en oeuvre des politiques macroprudentielles : l'approche suisse », n° 18, avril
« Les effets de la politique macroprudentielle sur les risques du marché de l'immobilier résidentiel : le cas de Hong Kong », n° 18, avril
« La politique macroprudentielle en Corée – Principales mesures et approches », n° 18, avril
« Cadre pour la conduite de la politique macroprudentielle en Inde : expériences et perspectives », n° 18, avril
« Les enseignements de l'histoire de la politique macroprudentielle aux États-Unis », n° 18, avril
« Politiques prudentielles et instruments quantitatifs : une perspective historique européenne », n° 18, avril
« La politique macroprudentielle au-delà de la réglementation bancaire », n° 18, avril
« Deux principes pour la réglementation macroprudentielle », n° 18, avril
« Justification et évaluation de l'efficacité des instruments de fonds propres macroprudentiels », n° 18, avril
« Marché immobilier : l'impact des mesures macroprudentielles en France », n° 18, avril
« Trois critiques de la régulation prudentielle des banques », n° 18, avril
« La politique macroprudentielle et les cycles d'offre de crédit », n° 18, avril
« Interactions entre politiques monétaire et macroprudentielle », n° 18, avril

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

Année 2012
« La crise de la dette souveraine », n° 4, mai

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

Année 2012
« Les soldes TARGET2 », n° 6, mai
« Infrastructures des marchés financiers : un nouvel environnement interactif pour une sécurité renforcée », n° 7, octobre

Année 2013
« Le marché français des titres de créance négociables, le label STEP et le rôle de la banque de France », n° 8, février
« Stabilité financière et politique macroprudentielle », n° 9, février
« Les dangers liés au développement des monnaies virtuelles : l'exemple du bitcoin », n° 10, décembre

Année 2014
« La compétitivité du secteur des services mesurée au travers de la balance des paiements », n° 11, mars

Rapports

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

Année 2012

Bilan de la médiation bancaire
Rapport annuel de la balance des paiements et la position extérieure de la France
Premier rapport du comité de suivi de la réforme de l'usure
Rapport de l'Observatoire des délais de paiement
Rapport de l'Observatoire de l'épargne réglementée
Rapport annuel de l'Observatoire de la microfinance
Rapport annuel de l'Observatoire de la sécurité des cartes de paiement
Premier rapport de l'Observatoire des tarifs bancaires
Rapport de la surveillance des moyens de paiement et des infrastructures des marchés financiers
Rapport annuel de la Zone Franc
Le surendettement des ménages — enquête typologique
Le surendettement des ménages — enquête typologique 2011 — Analyses nationale et régionale

Année 2013

Rapport du groupe de Place
Rapport annuel du CCSF
Second rapport du comité de suivi de la réforme de l'usure
Rapport annuel de la balance des paiements et de la position extérieure de la France
Rapport de l'Observatoire des délais de paiements
Rapport de l'Observatoire de l'épargne réglementée
Rapport annuel de l'Observatoire de la microfinance
Rapport annuel de l'Observatoire de la sécurité des cartes de paiement
Rapport de l'Observatoire des tarifs bancaires
Rapport annuel de la Zone franc

Année 2014

Rapport de l'Observatoire des délais de paiements
Rapport annuel de la balance des paiements et de la position extérieure de la France

PARU

en avril 2014

Revue de la stabilité financière

- Fondements et objectifs des politiques macroprudentielles
- Expériences de politiques macroprudentielles
- Interactions et canaux de transmission des politiques macroprudentielles

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

PARU

en avril 2014

Rapport annuel 2013
de la Banque de France

- Lettre introductive
- Rapport sur la politique monétaire et la stabilité financière
- Missions et stratégie de la Banque de France
- Activités de la Banque de France en 2013
- La gouvernance
- Responsabilité sociétale de la Banque de France
- La gestion financière et les comptes

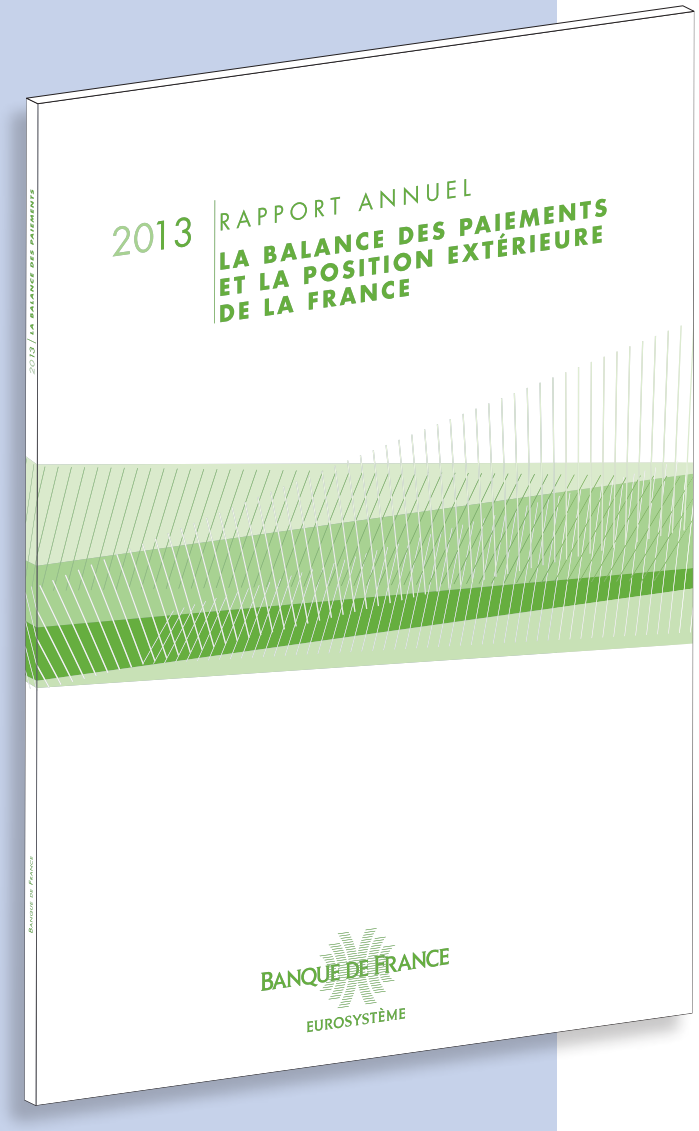
À commander au (+33) 1 42 92 39 08
*(Documentation et relations avec le public)**
Accessible sur :
http://www.banque-france.fr/publications/rapport-annuel-de-la-banque-de-france.html

** dans la limite des stocks disponibles*

PARUTION

en juin 2014

Rapport annuel 2013
sur la balance des paiements
et position extérieure de la France



- Vue d'ensemble
- Le compte de transactions courantes
- Le compte financier
- La position extérieure
- Balance des paiements des années 2012 et 2013 – présentation détaillée

À commander au (+33) 1 42 92 39 08
*(Documentation et relations avec le public)**
Accessible sur :
http://www.banque-france.fr/publications/

** dans la limite des stocks disponibles*

❑ 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 07-1396 SPE Pôle Comex 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
Nathalie Aufauvre

Comité éditorial
François de Coustin
Unités de la Banque de France représentées :
DGS, DGEI, DGAFP

Rédaction en chef
Dominique Rougès, Corinne Dauchy

Secrétaires de rédaction
Christine Collomb-Jost, Raymond Domurado

Maquettistes, opérateurs PAO et prépresse
Nicolas Besson, Pierre Bordenave, Angélique Brunelle, Laurent Caron, Alexandrine Dimouchy, Stéphane Fernandez, 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

Édition numérique
Banque de France DIRCOM-SPE

Dépôt légal
Juin 2014

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*