

BULLETIN

**DE LA BANQUE
DE FRANCE**

3^E TRIMESTRE 2015

201

SOMMAIRE

ÉTUDES

La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin de l'année 2014

5

Pierre BUI QUANG

Détenues à 45 % par les non-résidents, les entreprises françaises du CAC 40 ont versé environ 17 milliards de dividendes aux non-résidents en 2014, mais ont généré dans le même temps plus de 45 milliards d'euros de revenus issus des investissements directs à l'étranger.

Situation des PME en France en 2014

15

Christophe CAHN, Anne-Christèle CHAVY-MARTIN, Dominique LEFILLIATRE et François SERVANT

En 2014, l'activité des PME est toujours peu dynamique, à l'image de la conjoncture générale. Toutefois, la valeur ajoutée reprend un peu de vigueur, en particulier dans l'industrie. Le ralentissement des charges de personnel n'a toutefois pas permis d'améliorer la rentabilité, qu'elle soit économique ou financière. Malgré ce contexte, l'investissement est parvenu à se stabiliser. La structure financière des PME reste solide grâce à la poursuite du renforcement de leurs capitaux propres.

Les entreprises dans la crise : premiers résultats d'une enquête européenne

33

Christophe JADEAU, Édouard JOUSSELIN, Sébastien ROUX et Grégory VERDUGO

Dans le cadre d'une enquête menée en collaboration avec la BCE et vingt-cinq banques centrales de l'Union européenne, la Banque de France a interrogé 1 156 entreprises françaises pour comprendre l'impact de la crise sur leur environnement économique et leurs pratiques salariales entre 2010 et 2013.

Fonds d'investissement non monétaires français Faits saillants pour l'année 2014 et le premier trimestre 2015

41

Gisèle FOUREL et Vincent POTIER

Les organismes de placement collectif français (1 100 milliards d'encours à fin mars 2015) ont bénéficié en 2014 et au premier trimestre 2015 de souscriptions positives portant sur des fonds obligataires et mixtes. Les fonds indiciels cotés, notamment actions, ont été particulièrement dynamiques. Néanmoins, la part de marché des fonds français dans la zone euro revient à 12 % à fin 2014.

Les entreprises d'assurance en France : évolution des placements en 2014

51

Pierre-Emmanuel DARPEIX, Guillaume FERRERO, Gaël HAUTON et Vincent POTIER

En 2014, l'encours des placements des assureurs (2 281 milliards d'euros) s'accroît de 213 milliards (+ 10,3 %) sous l'effet de la hausse des plus-values latentes et de la collecte dynamique de l'assurance-vie. La part des placements réalisés en dehors de la zone euro est en augmentation.

Séminaire G20 sur les méthodes d'évaluation de l'impact macroéconomique des réformes structurelles (Banque de France, 1^{er} juin 2015)

67

Bruno CABRILLAC, Sophie HAINCOURT et Sophie RIVAUD

La Banque de France conjointement avec la direction générale du Trésor, le FMI et l'OCDE, sous la patronage de la présidence turque du G20, a organisé une conférence sur l'évaluation de l'impact macroéconomique des réformes structurelles. Ce thème revêt en effet une importance particulière dans le contexte actuel de croissance ralentie et de politiques budgétaires et monétaires contraintes.

SOMMAIRE

STATISTIQUES	■ Sommaire	SI
DIVERS	■ Abréviations	I
	Documents publiés	III

Achévé de rédiger le 25 septembre 2015

La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin de l'année 2014

Pierre BUI QUANG

Direction de la Balance des paiements

Service des titres

À la fin de l'année 2014, les non-résidents détenaient 491 milliards d'euros d'actions des sociétés françaises du CAC 40, sur une capitalisation boursière totale de 1 084 milliards d'euros, soit un taux de détention de 45,3 %. Cette proportion est en diminution par rapport à la fin de l'année précédente (47,6 %) mais reste supérieure au point bas observé en 2007 (41,2 %). Cette baisse résulte notamment de ventes nettes d'actions de la part des non-résidents à hauteur de 6,4 milliards d'euros.

Les pays de la zone euro continuent à être les principaux détenteurs des sociétés du CAC 40. Mais, depuis cinq ans, leur part dans la détention non résidente diminue au profit de celle des États-Unis et du Royaume-Uni. En 2014, la détention hors zone euro s'établit à 26,1 %.

Compte tenu de la structure de la détention, les dividendes versés aux non-résidents par les sociétés du CAC 40 s'élèvent à environ 17 milliards d'euros. Mais les groupes du CAC 40 ont perçu dans le même temps d'importants revenus d'investissements directs à l'étranger, évalués à 46 milliards d'euros. La contribution de leurs revenus au solde des transactions courantes apparaît donc largement positive.

Mots clés : marchés boursiers, investissements de portefeuille, détention de titres, balance des paiements, investissement des non-résidents, CAC 40.

Codes JEL : F21, F23, F36, G15, G34

I | La détention non résidente des actions françaises

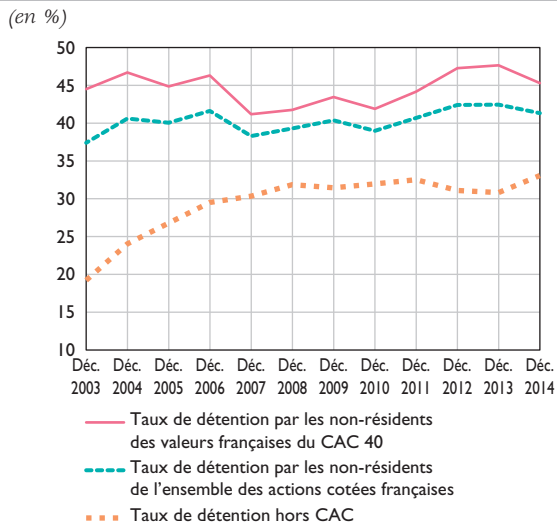
I | I Baisse de la détention non résidente du CAC 40, hausse de la détention non résidente en actions cotées hors CAC 40

Au 31 décembre 2014, la part des non-résidents dans la détention des trente-six sociétés françaises¹ du CAC 40 s'établit à 45,3 %, en baisse de 2,3 points de pourcentage par rapport à l'année précédente (cf. graphique 1). Cette baisse intervient après six années de hausse quasi continue, au cours desquelles elle avait gagné plus de 6 points de pourcentage.

Les investissements de portefeuille² constituent l'essentiel de la détention non résidente. La part des investissements directs — se traduisant par une détention individuelle supérieure à 10 % du capital de la société investie — dans le total détenu par les non-résidents s'élève à 7,3 %, proportion stable sur les cinq dernières années.

Sur l'ensemble des actions cotées françaises, le taux de détention par les non-résidents n'a diminué que

Graphique 2 Évolution de la détention par les non-résidents des actions françaises cotées du CAC 40 et hors CAC 40



Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements

de 1,1 point de pourcentage en 2014, pour s'établir à 41,3 % (cf. graphique 2). En effet, hors CAC 40, on constate une hausse de 2,3 points de pourcentage de la participation des non-résidents dans les sociétés françaises cotées.

Graphique 1 Taux de détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises du CAC 40

(montants en milliards d'euros ; taux en pourcentage)



Sources : Banque de France et Euronext

1 Quatre sociétés non résidentes du CAC 40 sont exclues du périmètre de cette étude car leur siège social est établi à l'étranger (il s'agit d'EADS, Gemalto, Solvay et ArcelorMittal ; cf. Annexe 1 : composition du CAC 40 en 2014).
 2 Sont désignées comme « investissements de portefeuille » les détentions individuelles représentant moins de 10 % du total des actions d'une société. Au-delà de ce seuil, ces détentions sont traitées comme des « investissements directs » au sens de la balance des paiements.

Tableau 1 Répartition des sociétés françaises du CAC 40 en fonction de la part du capital détenu par les non-résidents

Part du capital détenu par les non-résidents	Nombre de sociétés investies			Taux moyen de détention par les non-résidents		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
0-25 %	2	2	2	11,1	11,9	11,9
25-50 %	17	15	16	39,2	39,6	38,6
plus de 50 %	16	19	18	58,8	58,8	56,4
	35	36	36	46,6	48,2	46,0

Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements.

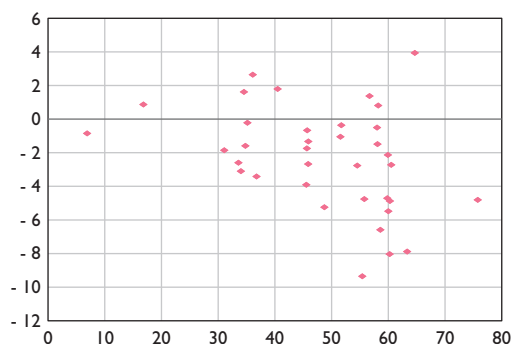
I | 2 La moitié des sociétés françaises du CAC 40 sont détenues à plus de 50 % par des non-résidents

Au 31 décembre 2014, parmi les trente-six sociétés françaises du CAC 40, dix-huit étaient détenues par des non-résidents pour plus de la moitié de leur capitalisation boursière, soit une de moins par rapport à 2013 (cf. tableau 1). Par ailleurs, en 2013, sept sociétés étaient détenues par des non-résidents à plus de 60 % ; elles ne sont plus que deux en 2014.

Dans l'ensemble, les sociétés qui ont affiché les baisses les plus importantes du taux de détention en 2014 étaient parmi les plus investies par les non-résidents en 2013 (cf. graphique 3). Les sept entreprises dont le taux de

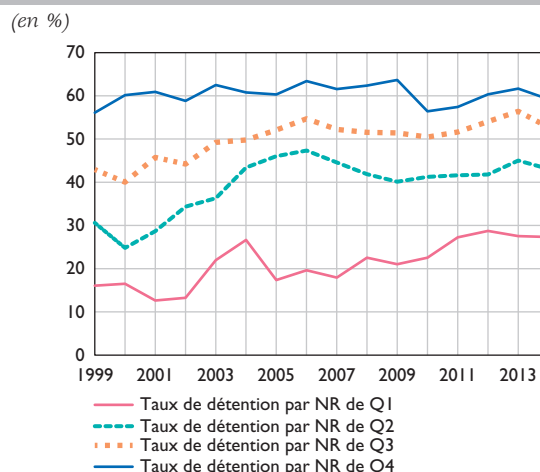
Graphique 3 Évolution entre 2013 et 2014 du taux de détention non résident selon le taux de détention non résident à fin 2013

(ordonnée : évolution en points de pourcentage ; abscisse : taux en pourcentage)



Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements.

Graphique 4 Dispersion des taux de détention par les non-résidents des entreprises françaises du CAC 40



Note de lecture : Les taux de détention des valeurs françaises du CAC 40 sont calculés par quartiles, pour les 25 % des entreprises les moins détenues à l'étranger (Q1), jusqu'aux 25 % des plus détenues à l'étranger (Q4).

Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements.

détention par les non-résidents s'est inscrit en hausse en 2014 étaient investies en moyenne à 43,9 % par des non-résidents en 2013, tandis que les vingt-neuf autres l'étaient à hauteur de 49,4 % en moyenne.

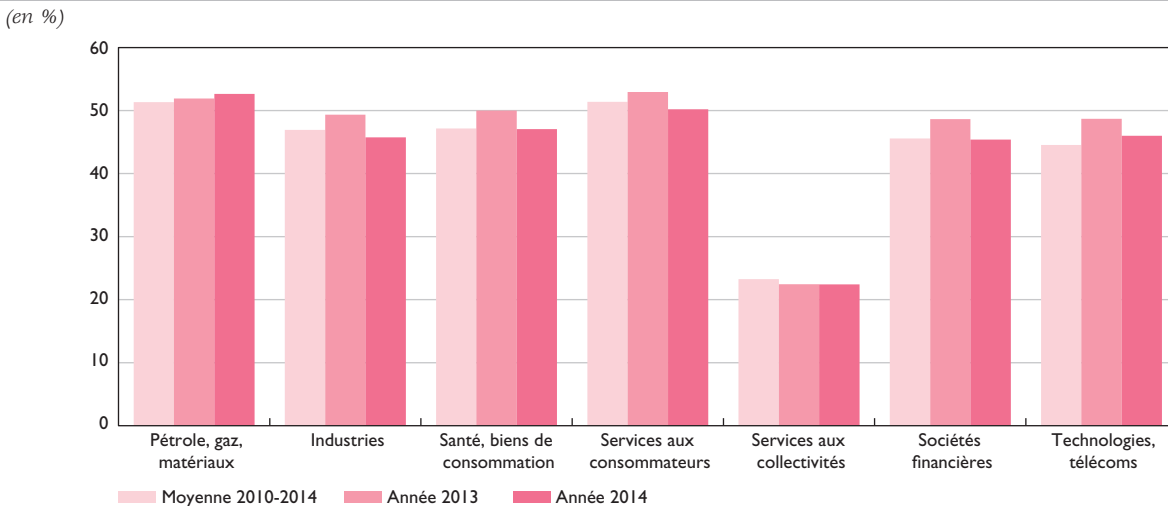
Depuis 1999, la dispersion des taux de détention par les non-résidents des entreprises françaises du CAC 40 s'est significativement réduite (cf. graphique 4). Pour le premier quart des entreprises les moins détenues par l'étranger, le taux de détention par les non-résidents a augmenté de plus de 11 points de pourcentage (de 16 % à 27 %), tandis que pour le dernier quart, il n'a augmenté que de 3 points de pourcentage (de 56 % à 59 %) ³.

I | 3 Répartition de la détention non résidente par secteur d'activité

Par rapport à 2013, la part de la détention non résidente a diminué pour l'ensemble des secteurs, à l'exception du secteur « pétrole, gaz/matériaux », pour lequel elle a progressé de 0,7 point de pourcentage, à 52,6 % (cf. graphique 5). Les entreprises industrielles ont enregistré la plus forte baisse du taux de détention par les non-résidents : 3,6 points de pourcentage, à 45,7 %.

3 Le taux de détention du quartile est la moyenne pondérée par la capitalisation des taux de détention observés pour les entreprises du quartile.

Graphique 5 Taux de détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises du CAC 40 par secteur d'activité
Selon la classification ICB (Industry Classification Benchmark) utilisée par Euronext



Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements.

Le secteur « service aux consommateurs » est le plus investi par les non-résidents : sur la période 2010-2014, ceux-ci détenaient en moyenne 51,4 % du secteur (50,2 % en 2014, en baisse de 2,7 points de pourcentage par rapport à 2013). Le secteur des services aux collectivités est le moins investi, à 23,2 % en moyenne sur 2010-2014 (22,4 % en 2014, stable par rapport à l'année précédente), notamment en raison de la présence dans ce secteur d'entreprises contrôlées par l'État.

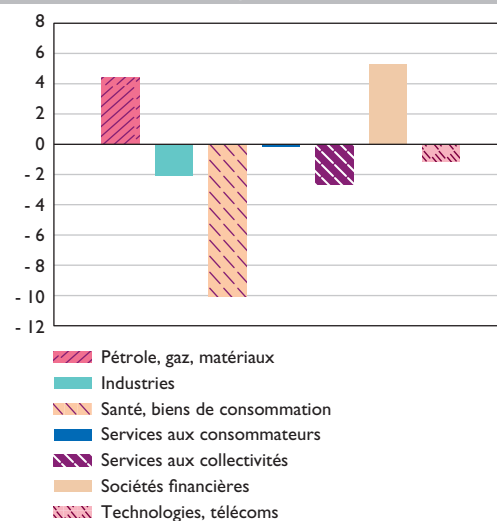
Le changement de composition de l'indice, avec l'entrée de Valeo et la sortie de Vallourec, n'a quasiment pas eu d'impact sur le taux de détention global (+ 0,04 point de pourcentage). Par ailleurs, les ajustements techniques réalisés en 2014 afin de

2| Facteurs d'évolution

La baisse du taux de détention par les non-résidents résulte pour 0,8 point de pourcentage de flux de vente des non-résidents. Évalués aux prix de décembre 2013, ils s'élèvent à 6,4 milliards d'euros, tandis que les résidents ont été acheteurs nets à hauteur de 10,7 milliards d'euros (cf. annexe 2). Le secteur « santé, biens de consommation » a été le plus touché par ces flux de vente, à hauteur de 10 milliards d'euros (cf. graphique 6). À l'inverse, les titres des entreprises des secteurs « pétrole, gaz, matériaux » et « sociétés financières » ont été achetés par les non-résidents pour 4,4 milliards d'euros et 5,3 milliards d'euros respectivement.

L'évolution des cours boursiers a eu un effet négatif de 0,16 point de pourcentage, la valeur des détentions non résidentes de 2013 ayant augmenté de 0,5 %, contre 1,2 % pour les détentions des résidents.

Graphique 6 Répartition par secteur d'activité des flux nets de détention non résidente des actions françaises du CAC 40
Aux prix du 31 décembre 2013, et selon la classification ICB utilisée par Euronext



Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements.

prendre en compte les variations du taux de couverture de la collecte influencent la détention non résidente des actions françaises du CAC 40 à hauteur de - 13 milliards d'euros (- 1,20 point de pourcentage) ⁴.

3| Origine géographique des détenteurs du CAC 40

L'enquête annuelle du FMI « *Coordinated Portfolio Investment Survey - CPIS* ⁵ », à laquelle la Banque de France contribue, détaille la ventilation par pays de la détention de l'ensemble formé par les actions et les parts d'organismes de placements collectifs (OPC) français. Combinées aux taux de détention du CAC 40, les données du CPIS permettent d'évaluer la part des actions du CAC 40 détenues par pays ou zone géographique. Pour cela, il est fait l'hypothèse que la répartition géographique de détention du CAC 40 est identique à celle observée pour la détention globale par les non-résidents en actions et titres d'OPC français.

En 2014, sur les 45,3 % d'actions françaises du CAC 40 détenues par des non-résidents, 19,2 % l'étaient au

sein de la zone euro, 16,6 % aux États-Unis et 4 % au Royaume-Uni (cf. tableau 2). Par rapport à 2010, la part du Royaume-Uni dans la détention non résidente a augmenté de 4,3 points de pourcentage et celle des États-Unis de 2,8 points (cf. graphique 7). À l'inverse, la part de la zone euro a diminué de 1,5 point.

Tableau 2 Origine géographique des détenteurs non résidents d'actions françaises du CAC 40

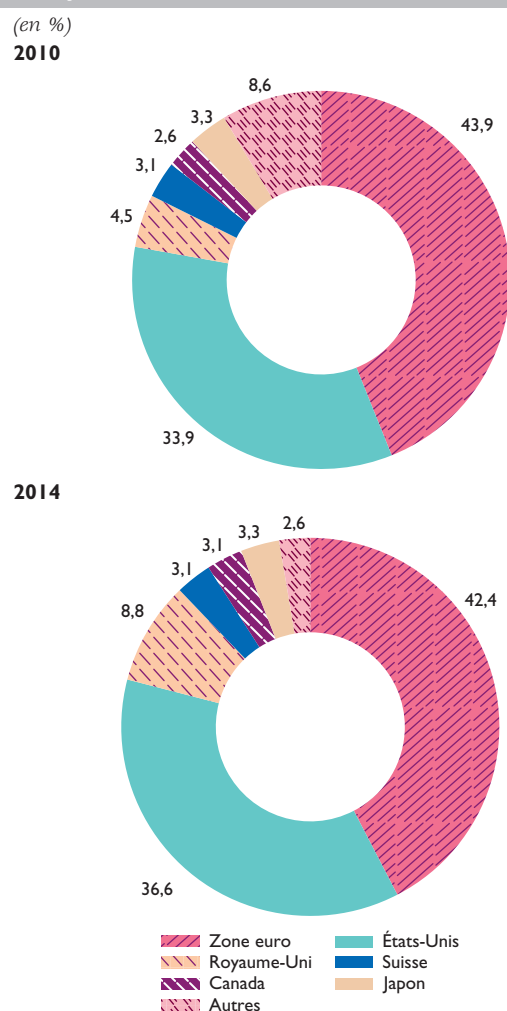
(en %)

	Taux de détention				
	à fin 2010	à fin 2011	à fin 2012	à fin 2013	à fin 2014 ^{a)}
Ensemble des non-résidents	41,9	44,2	47,3	47,6	45,3
Zone euro	18,4	18,4	19,0	19,8	19,2
dont Luxembourg	5,2	5,0	5,3	6,0	5,8
dont Allemagne	3,5	3,4	3,6	3,8	3,6
États-Unis	14,2	14,8	16,1	17,0	16,6
Royaume-Uni	1,9	2,8	3,4	4,4	4,0
Suisse	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Canada	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4
Japon	1,4	1,3	1,3	1,1	1,5

a) Projection en fonction des poids relatifs des non-résidents au premier semestre 2014, en raison des délais de collecte.

Sources : Banque de France et Fonds monétaire international.

Graphique 7 Ventilation géographique de la détention non résidente des actions françaises du CAC 40



Sources : Banque de France et Fonds monétaire international

⁴ Ces ajustements techniques regroupent les différentes opérations qui modifient les encours détenus et qui ne constituent ni des flux de détention, ni des variations de prix des stocks détenus, comme par exemple les transferts de conservation entre les teneurs de compte français et étrangers. Ils permettent de calculer une décomposition valorisation/flux/stock pour un taux de couverture constant de la collecte de la Banque de France sur la détention des titres financiers.

⁵ L'enquête CPIS menée par le FMI fournit pour près de 80 pays leur position en investissements de portefeuille par type de titres (actions et OPC, titres de dette de court terme et de long terme) et par pays de contrepartie. Les données et explications relatives au CPIS sont disponibles sur le site du FMI : <http://data.imf.org/>

4 | Revenus versés aux non-résidents par les sociétés du CAC 40

En 2014, les entreprises françaises du CAC 40 « élargi » (incluant l'ensemble des entreprises françaises ayant appartenu à l'indice depuis 2005) ont versé 38,5 milliards d'euros de dividendes à leurs actionnaires (après 38,0 milliards en 2013). En raison de la baisse de leur détention, le montant attribué aux non-résidents a légèrement diminué : à 17,1 milliards d'euros au lieu de 17,5 milliards d'euros l'année précédente (cf. tableau 3).

Ce recul n'efface cependant pas la hausse observée par rapport à 2008 (+ 7,8 % sur la période 2008-2014). Cette hausse s'est accompagnée d'une augmentation encore plus rapide des recettes tirées par les groupes du CAC 40 de leurs investissements directs à l'étranger (+ 20,8 %, avec une estimation à 45,9 milliards d'euros en 2014).

Le CAC 40 contribue donc positivement et de manière significative au solde des revenus des transactions courantes, à hauteur de 28,8 milliards d'euros en 2014 (+ 29,7 % par rapport à 2008, cf. tableau 3). Ce niveau est par ailleurs légèrement supérieur au solde des revenus d'investissements directs et des investissements de portefeuille en actions de la France (27 milliards d'euros en 2014).

Tableau 3 Dividendes versés aux non-résidents par les entreprises du CAC 40

(montants en milliards d'euros ; variation en %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Variation 2008-2014
Dividendes versés aux non-résidents par les entreprises françaises du CAC 40 « élargi »	15,8	14,9	16,1	16,8	16,2	17,5	17,1	+ 7,8
Recettes nettes d'investissements directs des groupes français du CAC 40 « élargi » ^{a)}	38	32,1	47,1	43,2	45,9	44,5	45,9 ^{b)}	+ 20,8
Solde^{c)}	22,2	17,2	31	26,4	29,7	27	28,8	+ 29,7
Pour mémoire :								
Solde des revenus d'investissements directs et d'investissements de portefeuille en actions et parts d'OPC de la France	19,6	16,8	27,2	30,2	28,6	28,7	27,0	+ 37

a) cf. « Revenus d'investissements directs à l'étranger et profits des groupes du CAC 40 de 2005 à 2013 », Nivat D, Bulletin de la Banque de France n°200 - 2ème trimestre 2015

b) Projection à partir du poids des groupes du CAC 40 dans les revenus d'ID, et des revenus d'ID publiés dans le « Rapport annuel de la balance des paiements et la position extérieure de la France 2014 »

c) Il convient de constater que ce solde soustrait aux recettes nettes des groupes du CAC 40 les dividendes versés par les entreprises de l'indice. Note : Les éventuels dividendes versés par les filiales de ces groupes aux intérêts minoritaires non-résidents ne sont pas inclus dans le calcul. De même, les recettes des investissements de portefeuille des groupes du CAC 40 ne sont pas incluses dans le calcul.

Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements.

Annexe I

Sources et méthodes

1 | Composition du CAC 40 en 2014

En 2014, Valeo entre dans la composition du CAC 40 alors que Vallourec en sort. Le nombre de sociétés résidentes cotées dans le CAC 40 reste donc à 36.

Liste des 36 sociétés résidentes constituant le CAC 40 au 31 décembre 2014

Accor	Bouygues	Essilor international	LVMH	Safran	Total
Air liquide	Cap Gemini	GDF Suez	Michelin	Saint Gobain	Unibail-Rodamco
Alcatel-Lucent	Carrefour	Kering	Orange	Sanofi-Aventis	Valeo
Alstom	Crédit Agricole	Lafarge	Pernod Ricard	Schneider Electric	Veolia Environnement
Axa	Danone	Legrand	Publicis Groupe	Société Générale	Vinci
BNP Paribas	EDF	L'Oréal	Renault	Technip	Vivendi

Note : ArcelorMittal, EADS, Gemalto et Solvay dont le siège social est établi à l'étranger ne sont pas retenus dans cette étude.

Source : Euronext

2 | Révision des données

La publication annuelle du *Rapport de la balance des paiements* par la Banque de France ⁶ donne lieu à des révisions sur les avoirs et engagements français des trois dernières années. Les chiffres publiés dans cet article tiennent compte de ces corrections.

Les révisions sur les détentions de titres proviennent de compléments de collecte auprès des conservateurs, d'intégration de nouveaux investissements directs ou encore de corrections quant à la valorisation de certains titres. En revanche, les données de capitalisation boursière, établies par Euronext, ne donnent pas lieu à révision.

La détention non résidente des actions du CAC 40 en 2012 est révisée à la hausse par rapport aux données publiées l'an passé, passant de 410,3 à 418,9 milliards d'euros (le taux de détention passe de 46,3 % à 47,3 %). La détention non résidente en 2013 est également révisée à la hausse : de 499,2 milliards à 509,7 milliards d'euros (le taux de détention passe de 46,7 % à 47,6 %).

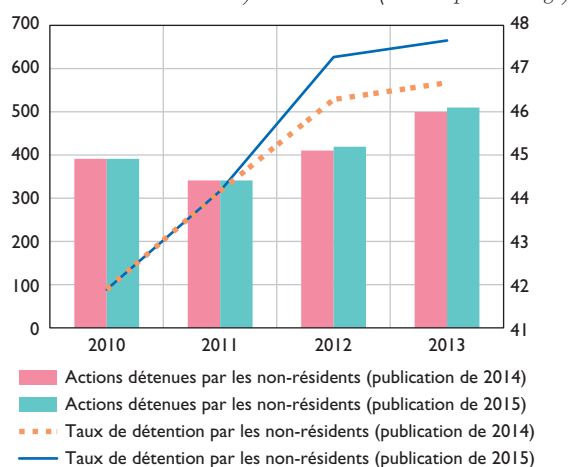
Évolution de la détention du CAC 40 par les non-résidents

(en milliards d'euros, taux en %)

	Publication de 2014		Publication de 2015	
	2012	2013	2012	2013
Capital détenu par les non-résidents	410,3	499,2	418,9	509,7
Capitalisation boursière	886,4	1 069,6	886,4	1 069,6
Taux de détention par les non-résidents	46,3	46,7	47,3	47,6

Évolution de la détention du CAC 40 par les non-résidents

(montants en milliards d'euros) (taux en pourcentage)



Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements.

⁶ Rapport annuel de la balance des paiements et la position extérieure de la France 2014, disponible sur le site de la Banque de France : <https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/balance-des-paiements-et-autres-statistiques-internationales/la-balance-des-paiements-et-la-position-exterieure/rapport-annuel-de-la-balance-des-paiements-et-la-position-exterieure-de-la-france.html>. D'autres documents sur ce thème sont disponibles sur le site : <https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/balance-des-paiements-et-autres-statistiques-internationales.html>.

Annexe 2

Décomposition flux-stock

Les principales notations utilisées dans cette annexe sont les suivantes :

$S_i^{(0)}$	Stock d'actions du CAC 40 détenues par les non-résidents à la fin de l'année i , estimé à la valeur de marché de la fin de l'année j
$C_i^{(0)}$	Capitalisation boursière des actions du CAC 40 à la fin de l'année i , estimée à la valeur de marché de la fin de l'année j
$CS_i^{(0)}$	Effet du changement de la composition du CAC 40 au cours de l'année i sur le stock détenu par les non-résidents, à la valeur de marché de l'année j
$CC_i^{(0)}$	Effet du changement de la composition du CAC 40 au cours de l'année i sur la capitalisation boursière du CAC 40, à la valeur de marché de l'année j
$F_R^{i(0)}$	Flux nets d'achat/vente au cours de l'année i par les résidents des actions du CAC 40, à la valeur de marché initiale de l'année j
$F_{NR}^{i(0)}$	Flux nets d'achat/vente au cours de l'année i par les non-résidents des actions du CAC 40, à la valeur de marché initiale de l'année j

Détention des non-résidents d'actions françaises du CAC 40

(en milliards d'euros)

	stock 2013	Changement dans la composition de l'indice CAC	Flux nets des non-résidents en 2014	Ajustements	stock 2014
	$S_{13}^{(13)}$	$+ CS_{14}^{(13)}$	$+ F_{NR}^{14(13)}$		$= S_{14}^{(13)}$
Évolution du stock hors variation de prix en 2014	509,7	1,1	-6,4		504,4
	$V_{S13}^{(13)}$	$+ V_{CS14}^{(13)}$	$+ V_{F_{NR}^{14(13)}}$		$= V_{S14}^{(13)}$
Variation des prix en 2014	0,5	2,2	-2,9		-0,2
	$S_{13}^{(14)}$	$+ CS_{14}^{(14)}$	$+ F_{NR}^{14(14)}$		$= S_{14}^{(14)}$
Évolution du stock avec les variations de prix en 2014	510,2	3,3	-9,3	-13,0	491,2

Capitalisation totale des sociétés françaises du CAC 40

(en milliards d'euros)

	Capitalisation 2013	Changement dans la composition de l'indice CAC	Flux nets des résidents en 2014	Flux nets des non-résidents en 2014	Capitalisation 2014
	$C_{13}^{(13)}$	$+ CC_{14}^{(13)}$	$+ F_R^{14(13)}$	$+ F_{NR}^{14(13)}$	$= C_{14}^{(13)}$
Évolution de la capitalisation hors variation de prix en 2014	1 069,6	1,3	10,7	-6,4	1 075,3
	$V_{C13}^{(13)}$	$V_{CC14}^{(13)}$	$V_{F_R}^{14(13)}$	$V_{F_{NR}^{14(13)}}$	$= V_{C14}^{(13)}$
Variation des prix en 2014	5,4	4,0	2,5	-2,9	9,0
	$C_{13}^{(14)}$	$+ CC_{14}^{(14)}$	$+ F_R^{14(14)}$	$+ F_{NR}^{14(14)}$	$= C_{14}^{(14)}$
Évolution de la capitalisation avec les variations de prix en 2014	1 075,0	5,3	13,3	-9,3	1 084,3

Mesure des contributions respectives des effets de composition, flux, valorisation et ajustements

(en % et points de %)

	Taux de détention par les NR en 2013	+ Changement de composition de l'indice	+ Flux	+ Ajustements	Taux de détention par les NR en 2014
	47,65	0,04	- 0,79		
+ Valorisation		- 0,16	- 0,24		
+ Ajustements				- 1,20	
					45,30

Composition	Prix	Flux des NR	Ajustements	Formule de calcul	Taux de détention par les NR	
Composition constante	Prix constants	Hors flux NR	Hors ajustements	$S13(13)/C13(13)$	47,65 %	T1
Composition modifiée	Prix constants	Hors flux NR	Hors ajustements	$[S13(13) + CS14(13)]/[C13(13) + CC14(13)]$	47,69 %	T2
Composition modifiée	Prix courants	Hors flux NR	Hors ajustements	$[S13(14) + CS14(14)]/[C13(14) + CC14(14)]$	47,53 %	T3
Composition modifiée	Prix constants	Avec flux NR	Hors ajustements	$[S14(13)]/[C14(13)]$	46,90 %	T4
Composition modifiée	Prix courants	Avec flux NR	Hors ajustements	$[S13(14) + CS14(14) + F_{NR}14(14)]/[C14(14)]$	46,49 %	T5
Composition modifiée	Prix courants	Avec flux NR	Avec ajustements	$[S14(14)]/[C14(14)]$	45,30 %	T6

Les effets du changement de composition sont calculés à prix constants, avant de tenir compte des flux de détention et des ajustements (T2 - T1).

Les effets de flux et de valorisation sont calculés après prise en compte du changement de composition de l'indice (T4 - T2 pour les flux et T3 - T2 pour la valorisation).

L'impact des ajustements est calculé après prise en compte de tous les autres effets (T6 - T5).

Situation des PME en France en 2014

**Christophe CAHN, Anne-Christèle CHAVY-MARTIN,
Dominique LEFILLIATRE et François SERVANT**

Direction des Entreprises

Observatoire des entreprises

La situation économique française en 2014 est marquée par une croissance du produit intérieur brut (PIB) atone (+ 0,2 %). Dans ce contexte, l'activité des petites et moyennes entreprises (PME)¹ peine à se redresser. Le chiffre d'affaires et la valeur ajoutée augmentent respectivement de 1,2 % et 2,2 %.

Toutefois, à la faveur de perspectives plus encourageantes pour 2015, le besoin en fonds de roulement s'accroît de 3,2 % sous l'effet de la reconstitution des stocks.

Le taux de marge se redresse légèrement à 21,6 %, mais le manque d'activité pèse sur les taux de rentabilité économique et financière, qui stagnent en 2014.

L'investissement se stabilise après s'être fortement dégradé en 2012 et 2013.

La structure financière des PME reste stable. Les capitaux propres, qui se renforcent encore en 2014 pour atteindre 42 % de l'ensemble de leurs ressources, constituent leur premier poste de financement.

Mots clés : PME, rentabilité, investissement, taux de marge, capitaux propres

Codes JEL : E22, E23, G30, G33, L25

NB : Les auteurs remercient Franck Lemaire et Karelle Thiebot-Goget pour leur assistance.

¹ Échantillon représentatif de 132 592 entreprises correspondant à la définition statistique des PME rappelée en annexe 2, recensées dans FIBEN et arrêtant leurs comptes en 2014. Les caractéristiques de l'échantillon figurent en annexe 4.

I | Hausse limitée de l'activité des PME

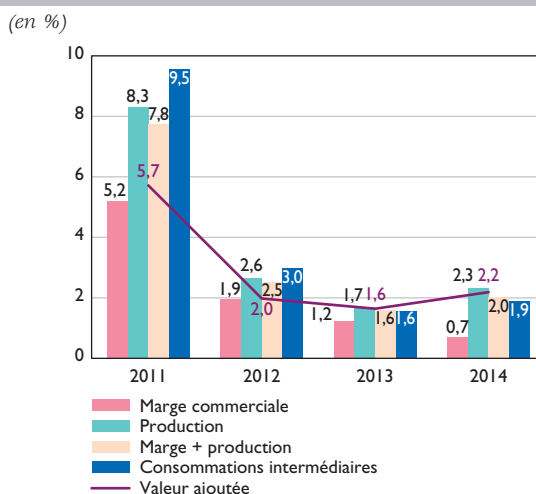
I | La valeur ajoutée est tirée par l'industrie

En 2014, le chiffre d'affaires des PME progresse de 1,2%. Cette croissance est la plus faible observée au cours des quatre dernières années (cf. tableau 1), mais chacun des cinq principaux secteurs contribue à la hausse. Compte tenu de son poids dans l'ensemble (18,6 % de l'activité), et de son taux de croissance (+ 1,9 %), c'est l'industrie manufacturière qui concourt le plus à cette augmentation.

La croissance de la valeur ajoutée (cf. graphique 1 et annexe 3) s'accélère (+ 2,2 %, après + 1,6 % en 2013 et + 2 % en 2012), sans néanmoins retrouver sa performance de 2011 (+ 5,7 %). Ce regain trouve son origine dans l'évolution plus rapide de l'agrégat « production et marge » (+ 2 %), dont l'encours est près de deux fois plus élevé que celui des consommations intermédiaires².

Les deux principales composantes des consommations intermédiaires³ ont toujours progressé sur la période, mais à un rythme plus faible depuis 2013. La composante des « autres achats et charges externes » a davantage dynamisé l'évolution des consommations intermédiaires. En d'autres termes, les prestations facturées entre les entreprises ont eu un poids beaucoup plus fort que celui des charges induites par le seul processus de production (cf. tableau 2).

Graphique 1 Variations de la valeur ajoutée et de ses déterminants entre 2011 et 2014



Champ et note : Cf. tableau 1.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

Tableau 2 Évolution des consommations intermédiaires et de leurs principales composantes

(en %)

	Consommations intermédiaires	Dont autres achats et charges externes	Dont achats de matières premières
2011	9,6	8,0	13,0
2012	3,0	3,6	1,1
2013	1,6	2,2	0,4
2014	2,0	2,7	0,9

Champ et note : Cf. tableau 1.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

Tableau 1 Chiffre d'affaires et valeur ajoutée

(en %)

	Chiffre d'affaires					Valeur ajoutée				
	Répartition	Taux de croissance				Répartition	Taux de croissance			
		2014	2011	2012	2013		2014	2011	2012	2013
Ensemble des PME	100,0	7,9	2,8	1,8	1,2	100,0	5,7	2	1,6	2,2
Industrie manufacturière	18,6	9,2	2,3	1,1	1,9	21,6	6,1	1,5	0,7	2,4
Construction	11,3	7,3	2,3	1,1	0,8	14,4	4,2	0,9	0,6	0,6
Commerce	47,7	7,7	2,7	1,7	0,1	27,5	5,1	1,3	1,2	1,8
Transports et entreposage	4,0	7,7	2,8	1,9	2,4	5,4	5,1	1,7	2,7	3,9
Soutien aux entreprises	7,3	8,5	4,1	2,9	3,4	12,2	7,3	3,5	2,9	3,1

Champ : PME non financières définies au sens de la LME (cf. annexes 1 et 2).

Note : Les variations sont calculées sur un échantillon de PME dont les bilans sont présents dans FIBEN pour deux exercices consécutifs (population cylindrique). Les entrées et sorties de l'échantillon dues à des absorptions, des défaillances ou des créations d'entreprises ne sont donc pas prises en compte. La taille et le secteur retenus sont ceux de l'année n-1, quelle que soit la situation de l'entreprise en n.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

- 2 Il s'agit d'une part des achats et charges externes, et d'autre part des achats de matières premières. Les consommations intermédiaires incluent ici les charges de crédit-bail et de personnel extérieur.
- 3 Globalement, les « autres achats externes » sont deux fois plus élevés que les achats de matières premières. Les variations de stocks de matières premières, troisième composante, sont relativement peu importantes et leur évolution d'une année à l'autre est irrégulière.

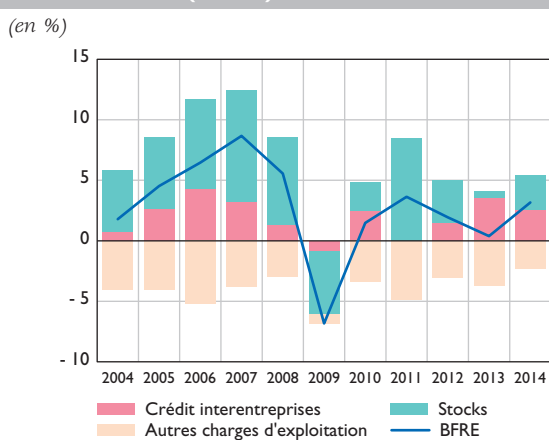
I | 2 Les PME reconstituent leurs stocks

Le besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFRE) est une variable clé de l'analyse du cycle d'activité des entreprises. En tant que tel, il reflète, lorsqu'il est positif, le besoin de financement que l'entreprise doit couvrir pour assurer la continuité de son activité. À l'inverse, un BFRE négatif procure un avantage de trésorerie issu de la structure favorable des flux d'encaissements et de décaissements.

Le BFRE agrégé des PME est structurellement positif, mais son poids décroît progressivement, traduisant des progrès à la fois dans la maîtrise des délais de paiement et dans la gestion des stocks. Le BFRE des PME représente ainsi 31 jours de chiffre d'affaires en 2014.

Sur le long terme, l'évolution du BFRE est surtout influencée par la variation des stocks (cf. graphique 2).

Graphique 2 Variation du besoin de fonds de roulement (BFRE) des PME



Champ et note : Cf. tableau 1.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

De fait, au cours des dix dernières années, les principales phases de contraction du BFRE correspondent à des périodes de réduction des stocks : en 2009 tout d'abord, lorsque les PME ont tenté de limiter l'effet de la contraction de la demande sur leur situation de trésorerie par une compression rapide de leurs achats et par un déstockage massif ; puis en 2013, quand l'essoufflement de la reprise les orientait de nouveau vers une gestion prudente des stocks. En 2014, les prévisions plus encourageantes formulées pour 2015 et 2016 favorisent l'anticipation d'une reprise de la demande et expliquent la remontée significative du BFRE, à + 3,2 % en 2014. Ce mouvement est plus particulièrement visible dans l'industrie manufacturière (+ 3,2 %), le commerce (+ 5,8 %) et les transports-entreposage (+ 3,2 % ; cf. tableau 3).

2 | Le taux de marge est mieux orienté, mais la rentabilité reste atone

2 | 1 L'excédent brut d'exploitation et le taux de marge augmentent...

En 2012 et 2013, les charges de personnel ont progressé plus vite que la valeur ajoutée. Il s'en est suivi une baisse de l'excédent brut d'exploitation (EBE) en 2012 (- 4,7 %) et une quasi-stabilité en 2013 (cf. tableau 4). Par contraste, en 2014, les charges de personnel augmentent moins que la valeur ajoutée (respectivement 2,0 % et 2,2 %), alors que la pression fiscale s'allège de 1,2 %. Sous ces deux effets, l'EBE augmente de 3,5 %, et le taux de marge s'améliore de 0,3 point de pourcentage à 21,6 % (cf. graphique 3)⁴.

Tableau 3 BFRE et BFR des PME, par secteur d'activité

(en %)	Répartition du BFRE en 2014	Variation du BFRE				Variation du BFR			
		2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
Ensemble des PME	100,0	3,6	2,0	0,4	3,2	5,6	4,9	3,7	6,1
Industrie manufacturière	35,0	5,8	1,1	0,8	3,2	5,4	1,8	2,6	4,1
Construction	11,1	0,3	7,5	- 1,9	1,3	3,0	7,0	4,2	6,2
Commerce	45,0	8,1	2,0	2,8	5,8	8,7	4,1	4,8	7,8
Transports et entreposage	1,1	- 2,7	1,3	- 15,3	3,2	n.d.	2,6	1,4	11,7
Soutien aux entreprises	3,6	- 10,7	7,3	- 0,8	- 0,2	4,4	37,5	32,2	17,9

Champ et note : Cf. tableau 1.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

4 Le taux de marge est défini par le rapport entre EBE et valeur ajoutée.

Tableau 4 De la valeur ajoutée à l'excédent brut d'exploitation (2009-2014)

(répartition des charges de personnel et variation annuelle en %)

	Charges de personnel répartition	Valeur ajoutée				Charges de personnel				Impôts à la production				Excédent brut d'exploitation			
	2014	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
Ensemble des PME	100,0	5,7	2,0	1,6	2,2	5,7	3,8	1,9	2,0	3,2	5,6	3,1	- 1,2	5,7	- 4,7	0,2	3,5
Industrie manufacturière	22,1	6,1	1,5	0,7	2,4	5,9	3,1	0,7	1,6	1,3	5,3	2,7	- 1,0	7,6	- 5,9	0,0	6,2
Construction	16,2	4,2	0,9	0,6	0,6	5,2	3,3	1,4	1,0	- 2,4	5,2	1,5	- 2,9	0,0	- 11,7	- 3,9	- 2,1
Commerce	26,3	5,1	1,3	1,2	1,8	4,4	3,5	2,0	1,8	4,2	4,9	1,9	- 3,8	7,2	- 6,4	- 1,9	3,1
Transports et entreposage	5,4	5,1	1,7	2,8	3,9	6,3	3,2	2,0	2,2	- 0,4	3,6	4,0	0,0	3,9	- 3,5	5,3	10,9
Soutien aux entreprises	13,0	7,3	3,5	2,9	3,1	7,4	5,1	3,6	2,7	5,5	8,0	4,8	1,1	5,0	- 3,2	- 0,9	4,1

Champ et note : Cf. tableau 1.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

ENCADRÉ I

La crise a fragilisé les PME les plus en difficulté

Après la crise, les PME les plus fragiles ont vu leur situation se dégrader plus rapidement que les entreprises plus performantes (cf. graphique et tableau).

Valeurs des déciles du taux de marge en 2012 et variation en points depuis 2007

(en %)

	D1		Médiane		D9	
	Taux de marge	Variation depuis 2007	Taux de marge	Variation depuis 2007	Taux de marge	Variation depuis 2007
Commerce (39 % des PME)	- 8,2	- 4,8	20,2	- 1,2	58,3	2,4
Construction (17 % des PME)	- 5,6	- 7,7	12,7	- 4,3	49,1	0,1
Industrie (16 % des PME)	- 7,6	- 5,9	16,9	- 2,8	57,7	4,8

Champ : PME non financières observées en unités légales.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

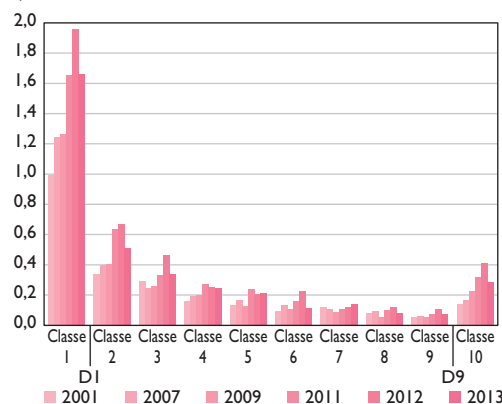
Ainsi, quelle que soit l'année considérée, les 10 % d'entreprises ayant le taux de marge le plus faible (classe 1 dans le graphique) ont naturellement tendance à être plus nombreuses à faire l'objet d'une liquidation judiciaire l'année suivante que celles des autres classes (jusqu'à vingt fois plus en 2007). Entre 2011 et 2013, la hausse des défaillances est perceptible dans toute la distribution, mais elle est nettement plus marquée pour la classe des entreprises les plus fragiles.

D'autre part, le taux de marge des 10 % des PME les plus fragiles se dégrade fortement à partir de 2007, pour atteindre des niveaux très négatifs en 2012. Ce repli s'établit à 5 points de pourcentage dans le commerce, 8 points dans la construction et 6 points dans l'industrie (cf. tableau).

À l'inverse, les 10 % des PME les plus saines maintiennent dans la plupart des secteurs, voire augmentent, leur taux de marge (+ 2 points dans le commerce, + 5 points dans l'industrie).

Taux de liquidations judiciaires en n+1
Par décile du taux de marge

(en %)

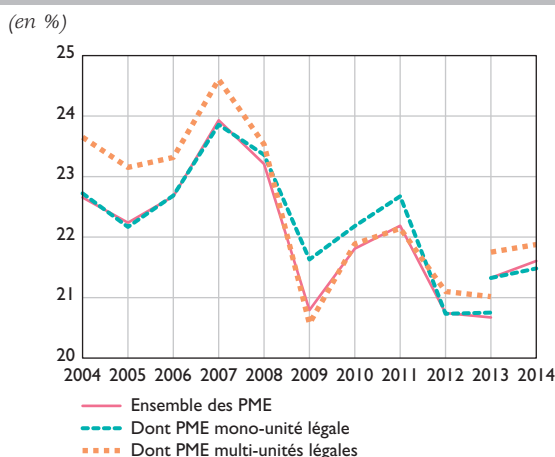


Champ : PME non financières observées en unités légales.

Note de lecture : Pour chaque année, les entreprises (unités légales) sont réparties de manière égale en 10 classes de taux de marges présentées dans l'ordre croissant. Les déciles, au nombre de 9, sont les valeurs du taux de marge séparant ces classes. Ainsi, D1 est le niveau de taux de marge en dessous duquel 10 % de la population a un taux de marge plus faible, et D9, est le niveau de taux de marge au-delà duquel 10 % de la population a un taux de marge plus élevé. Pour une année donnée, on calcule pour chaque classe le taux de défaillance (liquidations judiciaires) en n + 1.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

Graphique 3 Taux de marge



Champ : Cf. tableau 1.

Note : Pour l'année 2014, les variations sont calculées sur un échantillon de PME dont les bilans sont présents dans FIBEN à la fois en 2013 et 2014 (population cylindrée). La taille et le secteur retenus sont ceux de 2013, quelle que soit la situation de l'entreprise en 2014.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

Ces résultats doivent néanmoins être interprétés avec prudence. En effet, à 21,6 %, le taux de marge reste encore loin de son niveau d'avant-crise (24 % en 2007, cf. graphique 3). De plus, dans les années qui ont suivi la crise, les PME les plus fragiles (caractérisées par un taux de marge faible) ont été relativement plus nombreuses

à faire défaut (cf. encadré 1). La progression constatée sur le taux de marge résulte vraisemblablement pour partie de l'amélioration relative de la qualité de la population analysée, les entreprises les plus fragiles ayant disparu à la suite de défaillances.

2|2 ...tandis que la rentabilité stagne

La rentabilité économique mesure l'efficacité de l'appareil productif des PME, en rapportant l'excédent net d'exploitation⁵ à l'actif économique : BFRE, terrains, constructions, machines, outils, brevets... En 2014, la rentabilité économique des PME reste atone en raison du manque d'activité que ne compense pas la faible amélioration du taux de marge (cf. graphique 4a). Elle reste inférieure de près de 3 points à son niveau d'avant-crise.

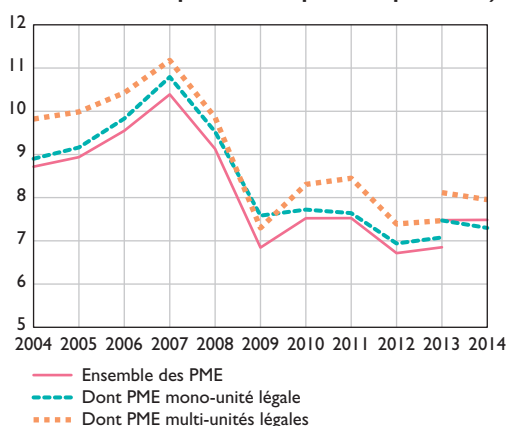
Dans un contexte économique difficile, l'organisation en groupe semble ainsi avoir constitué un avantage permettant notamment une meilleure allocation du capital productif.

Le ratio de rentabilité financière mesure la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires en rapportant la capacité d'autofinancement⁶ aux seuls capitaux

Graphiques 4 Rentabilité

(en %)

a) Rentabilité économique (Excédent net d'exploitation/capital d'exploitation)

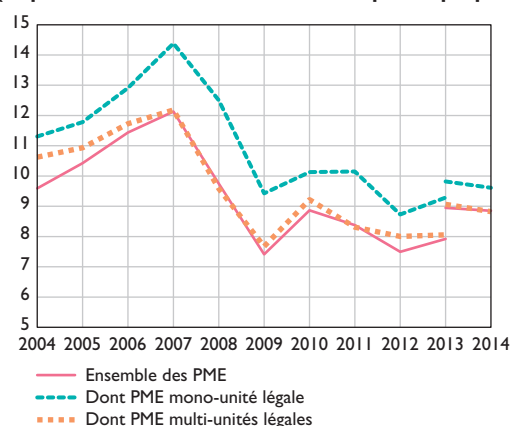


Champ : Cf. tableau 1.

Note : Cf. graphique 3.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

b) Rentabilité financière (Capacité nette d'autofinancement/capitaux propres)



⁵ Excédent brut d'exploitation après comptabilisation des amortissements nets et des provisions d'exploitation.

⁶ Excédent net d'exploitation après comptabilisation des revenus et charges hors exploitation (éléments financiers, impôts sur les sociétés).

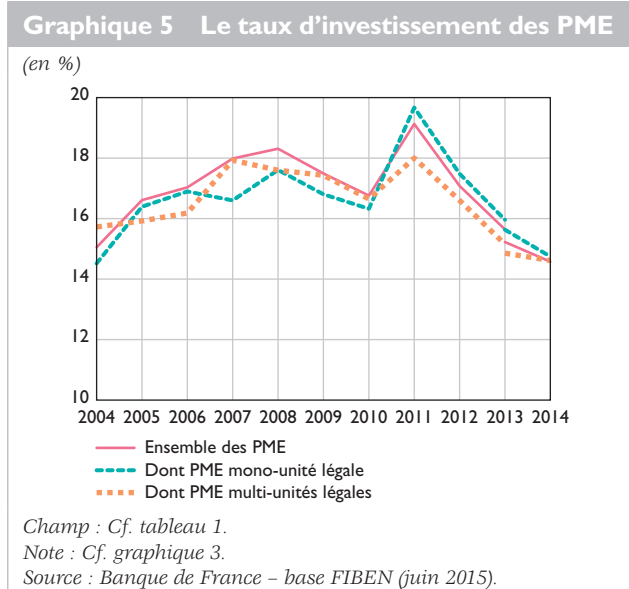
propres. Depuis 2009, il est supérieur d'environ un point à la rentabilité économique grâce au faible coût de l'endettement (cf. graphique 4b). L'évolution de ce ratio, similaire à celui de la rentabilité économique confirme le diagnostic d'atonie des performances des PME en 2014 et donc, d'une situation toujours dégradée par rapport à la situation prévalant avant la crise.

La rentabilité financière des PME indépendantes est plus élevée que celle des PME constituées de plusieurs entités. Les PME sont caractérisées par une part élevée (42 %) de leurs capitaux propres dans leur total de bilan ; c'est encore plus vrai pour les PME structurées en groupe : les capitaux propres représentent 46 % de leur total de bilan en 2014, contre 37 % pour les PME indépendantes.

3| L'investissement se stabilise

Après deux années consécutives de baisse (cf. tableau 5), l'investissement des PME se stabilise en 2014 dans un contexte marqué par une croissance du PIB encore modeste (+ 0,2 % en 2014). L'interruption de cette baisse peut traduire une attitude moins négative de la part des entreprises en recherche d'opportunités d'investissement (cf. encadré 2), dans la mesure où la valeur ajoutée et le taux de marge connaissent un léger rebond sur cette année (cf. section 2). Le taux d'investissement⁷ poursuit quant à lui le recul entamé en 2011 – point haut de la période récente à 19,1 % – pour atteindre 14,6 % en 2014 (cf. graphique 5).

La stabilité apparente de l'investissement masque cependant une hétérogénéité sectorielle importante. Ainsi, l'investissement rebondit fortement dans



l'industrie manufacturière (+ 8,4 % en 2014, contre - 2,2 % et - 5,0 % les deux années précédentes), compensé en grande partie par un recul dans le commerce (- 5,8 %). Il est également robuste dans la construction (+ 3,6 %) ainsi que dans le secteur des transports et entreposage (+ 1,7 %). Enfin, dans le soutien aux entreprises, seul secteur dans lequel les PME avaient affiché un investissement en croissance en 2013, il se replie (- 3,9 %).

4| Une structure financière toujours solide

4| I Les fonds propres se renforcent de nouveau

Fin 2014, les capitaux propres représentent un peu plus de 42 % du total des ressources mobilisées par les PME, que ce soit en propre (amortissements et provisions), auprès de leurs actionnaires ou de leurs prêteurs (cf. graphique 6 a). Ce niveau historiquement élevé s'inscrit dans un contexte de croissance tendancielle du niveau de fonds propres, récurrente et de nouveau confirmée en 2014. Cette tendance est également bien ancrée dans le tissu économique : près des deux tiers des entreprises étudiées ont dégagé un résultat supérieur à celui de 2013, et près de 81 % un résultat positif.

Tableau 5 Variation de l'investissement des PME entre 2007 et 2014

(en %)

	Répartition	Investissement			
	2014	2011	2012	2013	2014
Ensemble des PME	100,0	11,0	- 10,9	- 6,6	0,0
Industrie manufacturière	20,1	11,8	- 2,2	- 5,0	8,4
Construction	9,7	9,6	- 4,9	- 1,6	3,6
Commerce	19,4	0,4	- 12,4	- 11,7	- 5,8
Transports et entreposage	7,7	7,2	11,1	- 3,1	1,7
Soutien aux entreprises	9,7	21,9	- 10,5	4,0	- 3,9

Champ et note : Cf. tableau 1.
 Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

⁷ Le taux d'investissement est défini par le rapport entre investissement et valeur ajoutée.

ENCADRÉ 2

Le comportement d'investissement des PME sur longue période

Doms et Dunne (1998) ont été les premiers à mettre en évidence le comportement d'investissement intermittent et « par blocs » des entreprises (lumpy investment). Lorsqu'elles investissent, les entreprises peuvent procéder par à-coups, au cours de périodes relativement brèves pendant lesquelles l'investissement – ou le désinvestissement – est important. Ce comportement peut être expliqué de façon rationnelle par l'existence de coûts fixes liés à l'installation ou le retrait d'une machine. L'entreprise peut ainsi préférer différer sa décision d'optimiser son capital d'exploitation, du moins tant que ses opportunités de profit ne paraissent pas en mesure de couvrir ces coûts fixes. Une conséquence de ce type de comportement est qu'une entreprise décidera d'investir (respectivement désinvestir) si son niveau optimal de capital se situe au-delà (respectivement en-deçà) d'un certain seuil (pour une approche théorique, voir par exemple Caballero et Engel, 1999). En s'inspirant de l'approche de Doms et Dunne (1998), nous cherchons ici à évaluer dans quelle mesure le comportement d'investissement des PME françaises présente un caractère « lumpy ».

Sélection de l'échantillon et définition de la variable d'investissement

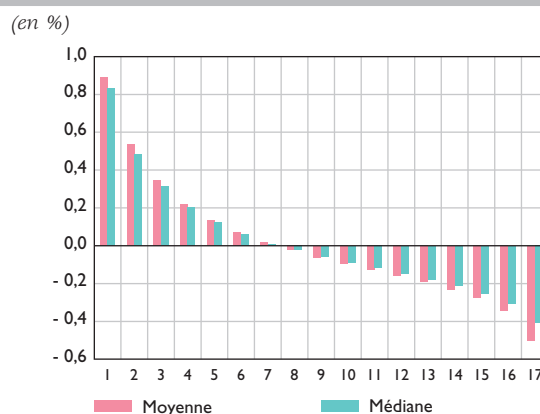
La sélection porte sur l'ensemble des unités légales (identifiées par un SIREN) formant tout ou partie d'une PME au sens de la loi de modernisation de l'économie (LME) entre 1997 et 2014, et pour lesquelles nous disposons des informations sur le stock d'immobilisations corporelles, net des amortissements. L'échantillon ainsi obtenu contient 26 233 bilans, portant sur des exercices comptables d'un an.

Deux variables sont considérées : la première variable est égale au taux de croissance du capital physique mesuré par la différence du stock de capital (immobilisations corporelles nettes des amortissements) entre deux exercices comptables, rapportée à la moyenne du stock sur ces deux exercices. La seconde variable concerne l'investissement, mesuré par la différence du stock de capital entre deux exercices comptables, dès lors que cette différence est positive.

Analyse de la croissance du capital et de l'investissement

Un premier exercice consiste à décrire la distribution de la croissance du capital au niveau de l'entreprise. Pour chaque entreprise du panel, on classe le taux de croissance du capital du plus haut au plus bas, de sorte que le taux maximum obtient le rang 1 et le taux minimum le rang 17. On calcule ensuite la moyenne et la médiane pour chaque rang (cf. graphique A). Ainsi, la première paire de barres de cette figure représente la moyenne et la médiane du taux de croissance maximum observé sur l'échantillon. La deuxième paire représente la moyenne et la médiane des deuxièmes taux de croissance les plus importants, et ainsi de suite. Le graphique montre que la moyenne et la médiane des taux maximums observés sont supérieures à 80 %, de même que la moyenne des baisses maximales du stock de capital atteint – 50 % (cette baisse est supérieure à 40 % en valeur absolue pour la moitié des entreprises de l'échantillon). Il montre également que de nombreuses entreprises présentent quelques années de croissance, ou de réduction importante de leur capital physique et de nombreuses périodes pendant lesquelles le capital semble s'ajuster plus modérément : sur 17 rangs, 8 font apparaître des taux de croissance du capital compris entre – 20 % et + 20 %.

Graphique A Distribution du taux de croissance du capital physique par rang



.../...

Une seconde approche consiste à identifier la manière dont une entreprise répartit ses investissements au cours du temps et à voir en particulier si ces investissements sont concentrés sur une période particulière. Pour répondre à cette question, le graphique B présente l'investissement annuel moyen en proportion de l'investissement cumulé entre 1997 et 2014 pour l'échantillon sélectionné.

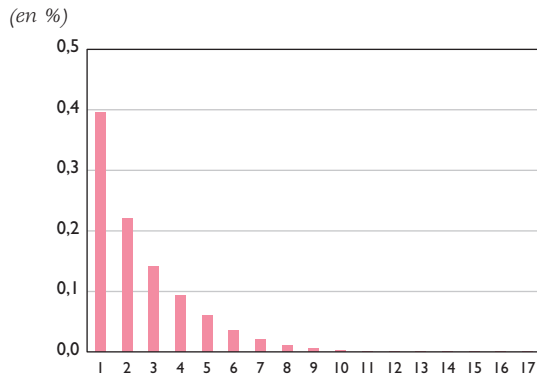
Ce graphique montre notamment que l'entreprise moyenne a réalisé sur une année un investissement représentant près de 40 % de l'investissement total déployé sur un intervalle de 17 ans. Au cours de la seconde année où la croissance du capital a été la plus importante, l'investissement a représenté un peu plus de 20 % de l'investissement cumulé sur toute la période. Ce qui veut dire que, en moyenne, près de 2/3 de l'investissement total sur la période a été entrepris en seulement deux ans.

Remarques conclusives sur l'investissement agrégé

Cet exercice permet d'illustrer le comportement d'investissement des PME françaises sur une période relativement longue, et de mettre en évidence le profil intermittent de leur investissement. On peut alors se demander dans quelle mesure ces comportements individuels peuvent être synchronisés au cours du temps et s'il est possible d'identifier des périodes plus propices à l'investissement des PME. Le graphique C répond à cette question en présentant pour chaque année la part des entreprises pour lesquelles la croissance du capital correspond à la croissance maximum observée sur toute la période.

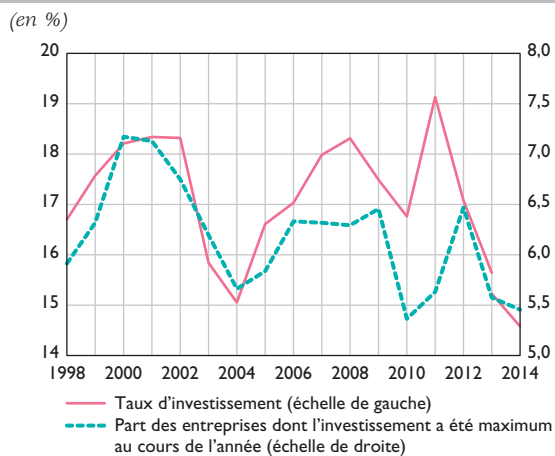
Le graphique C permet de mettre en évidence un effet agrégé qui se retrouve dans la mesure du taux d'investissement (rapporté à la valeur ajoutée) : on peut observer un effet de synchronisation des décisions d'investissement des PME. À ce titre, ce nouvel indicateur tend à confirmer le léger retrait du taux d'investissement des PME en 2014.

Graphique B Moyenne de l'investissement en proportion de l'investissement cumulé de 1997 à 2014



Champ : PME non financières observées en unités légales.
Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

Graphique C Synchronisation des investissements et effet agrégé



Champ : PME non financières observées en unités légales.
Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

Cette hausse des capitaux propres s'opère par incorporation aux réserves de la fraction du résultat de l'année antérieure non affectée aux actionnaires. Plus de la moitié de cet apport en fonds propres est incorporé aux réserves disponibles en 2014, qui contribuent ainsi pour 3,5 points de pourcentage à la hausse de 6,4 points des capitaux propres (cf. graphique 6 b)⁸.

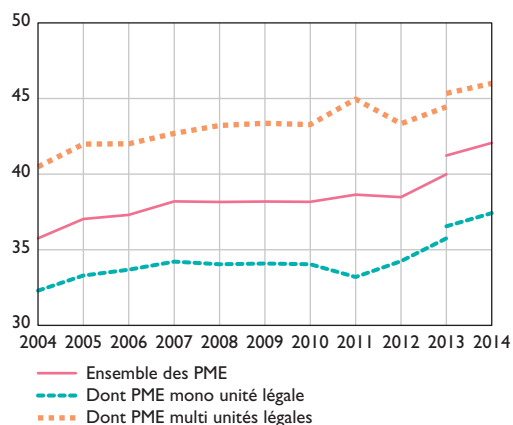
L'affectation aux réserves à caractère réglementaire est structurellement plus faible, mais leur volume total est significatif puisqu'il représente souvent, voire excède un tiers du résultat cumulé des PME. Ce fut notamment le cas en 2013 (33,3%) et en 2014 (36,5%) et ce poids n'est jamais descendu sous le seuil de 20% au cours des dix dernières années.

⁸ Les réserves disponibles sont calculées en agrégeant les postes « Report à nouveau » et « Autres réserves » du bilan. Les réserves à caractère réglementaire comprennent la réserve légale, les réserves statutaires ou contractuelles et les réserves réglementées. Entre 2008 et 2014, la variation des réserves disponibles explique en moyenne 60 % de la variation des capitaux propres.

Graphiques 6 Les capitaux propres des PME

(en %)

a) Part des capitaux propres dans les ressources (financement propre et prêteurs)

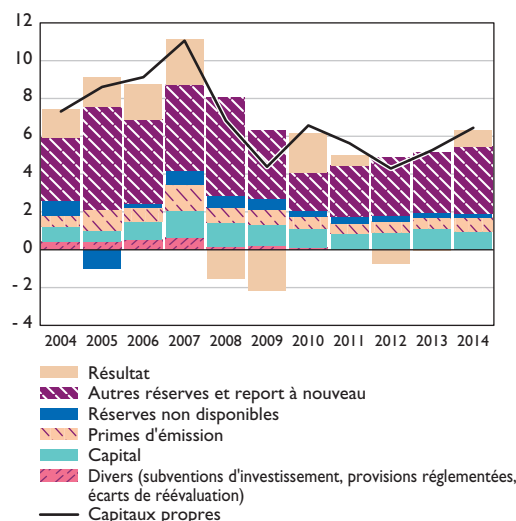


Champ : Cf. tableau 1.

Note : Cf. graphique 3.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

b) Contributions à la variation des capitaux propres

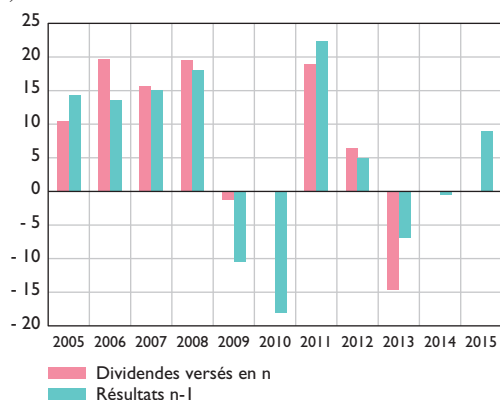


Champ et note : Cf. tableau 1.

En hausse nominale de 9 % par rapport à l'année précédente, le résultat dégagé en 2014 contribue lui aussi positivement à l'élévation du niveau de fonds propres des PME, ce qui n'avait pas été le cas depuis 2011. La rémunération des actionnaires reste en dernier lieu stable par rapport à 2013, année durant laquelle les dividendes versés s'étaient exceptionnellement contractés (cf. graphique 7).

Graphique 7 Variation des dividendes et du résultat à partir duquel ils sont versés

(en %)



Champ et note : Cf. tableau 1.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

4|2 Des structures d'endettement globalement stables

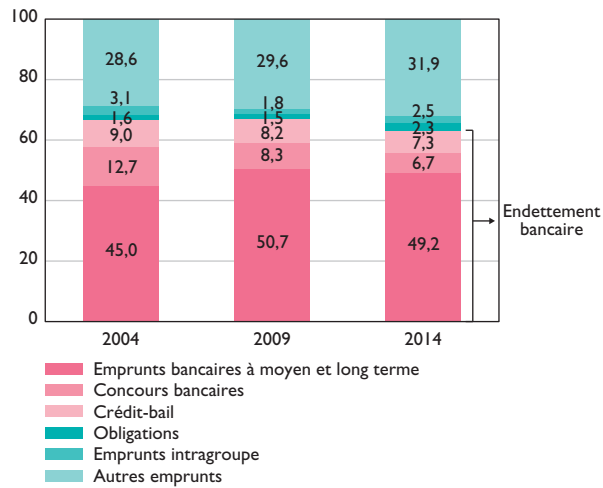
L'endettement bancaire prédomine dans la structure d'endettement des PME. Recouvrant les sources de financement bancaire à moyen et long terme, les concours bancaires courants et le crédit-bail, il représente en moyenne, entre 2004 et 2014, près des deux tiers de l'endettement financier contracté par les PME exerçant leur activité en France. Ce poids relatif atteint son maximum à la fin de l'année 2008 (à près de 68 %) et tend depuis lors à diminuer. Fin 2014, il est de 63,3 % (cf. graphique 8).

La part du financement assurée par le marché reste modeste (émissions obligataires essentiellement), tandis que la dernière composante de l'endettement financier des PME correspond à du financement intragroupe et à des dettes diverses (emprunts participatifs, billets de trésorerie, etc.). Ces derniers instruments sont en général peu utilisés en raison des coûts qu'ils représentent pour de petites structures.

De 2004 à fin 2008, l'endettement des PME progresse, avec une augmentation de l'effet de levier financier. Le mouvement est soutenu à la fois par le développement du crédit bancaire et par la

Graphique 8 Structure de l'endettement financier des PME par type d'emprunt (source entreprises)

(en % du total de l'endettement financier)



Champ et note : Cf. tableau 1.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

dynamique, elle aussi très nette, des dettes diverses et des engagements de crédit-bail. En 2009, l'ajustement de court terme à la situation de crise se fait en priorité

sur la part des crédits à moins d'un an, alors que les perturbations financières n'entravent guère la progression des emprunts bancaires à moyen-long terme, comme celle des dettes intragroupe et diverses.

À partir de 2011 toutefois, une troisième séquence s'engage : le développement de l'endettement financier ralentit peu à peu. Cette nouvelle phase ne témoigne pas pour autant d'une situation de rationnement de l'offre de crédit bancaire. Dans une telle configuration en effet, de forts replis affecteraient le crédit bancaire à court terme, première variable d'ajustement disponible du point de vue des prêteurs. Or, en dix ans, celui-ci n'a reculé de manière significative qu'en 2009 (- 1,3 %), puis beaucoup plus marginalement en 2010 (- 0,1 %). Il est ensuite reparti à la hausse de 2011 à 2013 (+ 0,4 % par an) pour rester stable en 2014.

Au total, la séquence observée au cours des trois dernières années caractérise davantage la faiblesse persistante de la demande de crédit des PME que la conséquence d'une contrainte exercée par les prêteurs⁹. Le niveau limité de la demande de crédit apparaît globalement cohérent avec l'atonie des dépenses d'investissement en 2014.

⁹ Ce constat rejoint celui de Kremp et Sevestre (2013).

Bibliographie

Banque de France (2014)

« Les entreprises en France en 2013 : tirée par les grandes entreprises, la rentabilité se redresse », *Bulletin de la Banque de France*, n° 198, 4^e trimestre, <https://www.banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france/les-bulletins-de-la-banque-de-france.html>

Banque de France (2014)

« Les délais de paiement en 2013 : le solde du crédit interentreprises atteint son plus haut niveau depuis 2007 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 198, 4^e trimestre, <https://www.banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france/les-bulletins-de-la-banque-de-france.html>

Caballero (R. J.) et Engel (E. M. R. A.) (1999)

« *Explaining investment dynamics in US manufacturing: A generalized (S, s) approach* », *Econometrica* n° 67 (4), p. 783-826.

Doms (M.) et Dunne (T.) (1998)

« *Capital adjustment patterns in manufacturing plants* », *Review of Economic Dynamics* n° 1, p. 409-429.

Kremp (E.) et Sevestre (P.) (2013)

« *Did the crisis induce credit rationing for French SMEs?* », *Journal of Banking & Finance*, n° 37, p. 3757-3772.

Annexe I

Les données FIBEN

La base des comptes sociaux

Les comptes sociaux sont collectés *via* les succursales de la Banque de France. Les unités concernées représentent un tiers des sociétés imposées au bénéfice industriel et commercial ou au bénéfice réel normal (BIC-BRN). La collecte couvre toutes les entreprises exerçant leur activité sur le territoire français et dont le chiffre d'affaires excède 750 000 euros. Le taux de couverture en termes d'effectifs dépasse 75 % dans la plupart des secteurs et 80 % dans le commerce et l'industrie.

Champ retenu pour l'analyse des comptes sociaux

Ensemble des activités marchandes à l'exclusion des secteurs NAF « KZ » (activités financières, hors *holdings*) et O (administration).

Les principaux ratios utilisés

La méthode d'analyse financière et la définition des ratios utilisés est disponible sous le lien suivant : https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Economie_et_Statistiques/METHODOLOGIE_SITUATION_DES_ENTREPRISES.pdf

Les liens financiers

La Banque de France recense les liens financiers et suit le pourcentage de détention du capital par d'autres entreprises, selon que le détenteur est lui-même une société non financière (y compris *holdings*), une institution financière (banques, OPCVM, sociétés d'assurance), une personne physique (particuliers ou salariés), l'État ou encore une entreprise non résidente. Une distinction est opérée entre les entreprises indépendantes et 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 de référence (25 000 euros depuis janvier 2006). Les encours recensés sont regroupés en « crédits mobilisés » (les concours utilisés) et « crédits mobilisables » (les concours disponibles). Les crédits mobilisés comprennent : les crédits à court terme, à moyen et long terme, le crédit-bail et les crédits titrisés.

Annexe 2

La définition des PME dans FIBEN

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

Le décret d'application de la LME de décembre 2008 définit la notion statistique d'entreprise¹. Il précise, dans la continuité des définitions de la Commission européenne, les catégories de tailles d'entreprises et les critères permettant de les déterminer. Ces derniers sont au nombre de quatre : les effectifs, le chiffre d'affaires (CA), le total de bilan des unités légales, et les liens financiers les reliant. Les trois premiers critères sont appréciés pour chaque « entreprise », entendue comme la plus petite combinaison d'unités légales constituant une unité organisationnelle de production de biens et de services, jouissant d'une certaine autonomie de décision (définie à partir des liens financiers). Sont pris en compte les liens financiers représentant une détention d'au moins 50 % du capital d'une unité légale.

Les PME sont les entreprises de moins de 250 salariés, présentant un chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 millions d'euros ou un total de bilan inférieur à 43 millions d'euros. Ces PME peuvent être mono-unité légale ou se composer d'un ensemble d'unités légales dépendant d'une tête de groupe française ou étrangère. Lorsqu'une PME se compose de plusieurs unités légales (elle est alors qualifiée de PME « multi-unités légales »), les comptes sociaux des unités légales qui la composent sont agrégés pour définir l'« entreprise ».

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

Les doubles comptes ne sont pas neutralisés dans cette analyse. L'agrégation des comptes individuels d'unités légales induit en effet l'enregistrement de doubles comptes qui devraient être normalement retraités au niveau de chaque entreprise. Pour pouvoir être réalisé correctement, ce retraitement nécessiterait de disposer de tous les bilans de l'exercice 2014, ce qui n'est pas encore le cas au moment où l'étude PME est réalisée². Ces doubles comptes se rapportent notamment aux capitaux propres, à l'endettement financier et aux revenus ou charges financières intragroupe. Leur poids est néanmoins relativement limité dans le cas des PME, en raison du nombre limité d'unités légales constituant, en moyenne, l'entreprise.

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

² Le lecteur pourra se reporter à l'étude annuelle réalisée en fin d'année pour l'ensemble des entreprises.

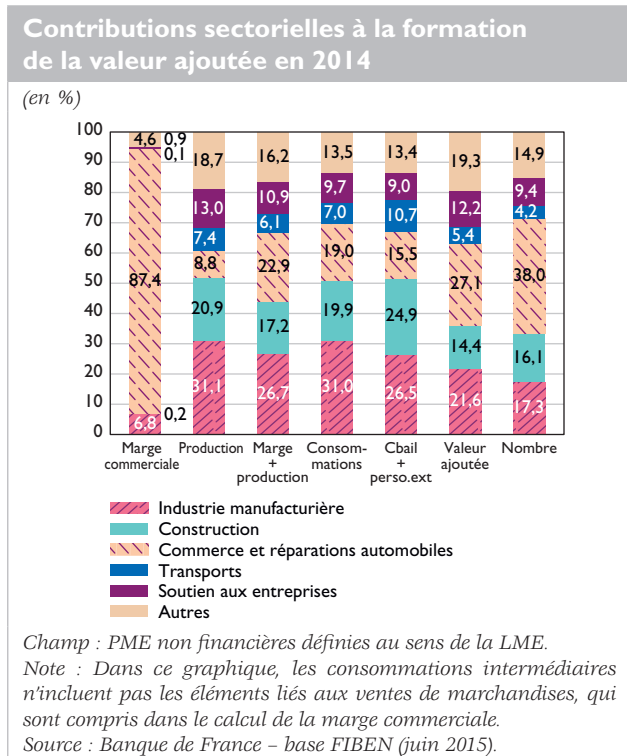
Annexe 3

Du chiffre d'affaires à la valeur ajoutée

En regard des performances de l'industrie, le recul du poids du commerce dans la valeur ajoutée par rapport à celui observé pour son chiffre d'affaires s'explique par la formation de la valeur ajoutée, très variable, plus particulièrement dans ces deux grands secteurs (cf. graphique).

Le chiffre d'affaires comprend les ventes de marchandises, particulièrement importantes dans le commerce, mais marginales dans l'industrie manufacturière. Le passage du chiffre d'affaires à la valeur ajoutée peut être synthétisé en utilisant la notion de marge commerciale. La marge commerciale ajoutée à la production forme un agrégat duquel on retranche les autres consommations intermédiaires¹ pour déterminer la valeur ajoutée.

La part de la production étant particulièrement forte dans l'industrie, mais faible dans le commerce, le poids du commerce se trouve donc réduit dans ce nouvel agrégat (22,9 %, contre 26,7 % pour l'industrie), expliquant au final la diminution de sa part dans le total de la valeur ajoutée ; les consommations intermédiaires sont assez proches dans les deux secteurs (19 % environ).



¹ Auquel on ajoute les loyers de crédit-bail et les charges de personnel extérieur.

Annexe 4

Principales caractéristiques de l'échantillon étudié pour l'année 2014

Tableau A Poids économique des PME en 2014 sur la base des données disponibles début juillet 2015

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

	Nombre d'entreprises	Nombre d'unités légales ^{a)}	Effectifs permanents	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Endettement financier	Endettement bancaire	Capitaux propres
Ensemble	132 592	233 898	3 212	645	193	168	106	244
PME mono-unité légale	86 311	86 311	1 600	257	79	58	44	71
PME multi-unités légales	40 871	132 544	1 405	314	94	88	54	146
PME étrangères	5 410	15 043	208	74	20	22	8	27
Principaux secteurs :								
Industrie manufacturière	21 245	41 399	624	120	42	25	15	53
Construction	22 130	35 368	831	73	28	12	8	23
Commerce	52 127	83 692	792	307	52	43	26	75
Transports et entreposage	5 652	9 293	174	26	10	7	5	8
Soutien aux entreprises	12 439	24 626	332	47	24	13	8	23

a) Le nombre d'unités légales correspond au nombre d'unités entrant dans le périmètre de la PME au sens de la LME, que l'on ait un bilan ou non dans FIBEN.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

Tableau B Répartition

(en %)

	Nombre d'entreprises	Nombre d'unités légales ^{a)}	Effectifs permanents	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Endettement financier	Endettement bancaire	Capitaux propres
PME mono-unité légale	65	37	50	40	41	34	42	29
PME multi-unités légales	31	57	44	49	49	52	50	60
PME étrangères	4	6	6	12	10	13	8	11
Principaux secteurs :								
Industrie manufacturière	16	18	19	19	22	15	14	22
Construction	17	15	26	11	14	7	7	9
Commerce	39	36	25	48	27	26	25	31
Transports et entreposage	4	4	5	4	5	4	5	3
Soutien aux entreprises	9	11	10	7	12	8	7	10

a) Le nombre d'unités légales correspond au nombre d'unités entrant dans le périmètre de la PME au sens de la LME, que l'on ait un bilan ou non dans FIBEN.

Note : Les variations sont calculées sur un échantillon de PME dont les bilans sont présents dans FIBEN en 2013 et 2014 (population cylindrée). Les entrées et sorties de l'échantillon dues à des absorptions, des défaillances ou des créations d'entreprises ne sont donc pas prises en compte. La taille et le secteur retenus sont ceux de l'année 2013, quelle que soit la situation de l'entreprise en 2014.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

Tableau C Valeur moyenne par catégorie de PME

(en nombre et milliers d'euros)

	Nombre d'entreprises	Nombre moyen d'unités légales ^{a)}	Effectifs permanents moyens	Chiffre d'affaires moyen	Valeur ajoutée	Endettement financier	Endettement bancaire	Capitaux propres
Ensemble	132 592	1,8	25	4 864	1 453	1 268	802	1 840
PME mono-unité légale	86 311	1,0	19	2 975	912	671	515	824
PME multi-unités légales	40 871	3,2	35	7 678	2 302	2 151	1 312	3 565
PME étrangères	5 410	2,8	39	13 726	3 666	4 114	1 522	5 022

a) Le nombre d'unités légales correspond au nombre d'unités entrant dans le périmètre de la PME au sens de la LME, que l'on ait un bilan ou non dans FIBEN.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

Annexe 5

Données comptables agrégées pour l'ensemble des PME (2013-2014)

Tableau A Compte de résultat agrégé pour l'ensemble des PME

(en % du chiffre d'affaires)

	2013	2014
Chiffre d'affaires	100,0	100,0
(+) Production stockée	0,0	0,0
(+) Production immobilisée	0,3	0,3
Production et vente de marchandises	100,3	100,4
(-) Coût d'achat des marchandises vendues	36,5	36,0
(-) Coût des matières consommées	12,7	12,6
(-) Achats et charges externes	21,6	21,9
Valeur ajoutée BDF	29,6	29,9
(+) Subventions d'exploitation	0,2	0,2
(-) Salaires, traitements et charges sociales	20,5	20,6
(-) Charges de personnel extérieur	1,2	1,2
(-) Impôts, taxes et versements assimilés	1,5	1,4
(+) Autres produits et charges d'exploitation	- 0,3	- 0,4
Excédent brut d'exploitation	6,3	6,5
Excédent net d'exploitation	4,0	4,2
(+) Autres opérations hors exploitation	2,3	2,2
Excédent brut global	8,6	8,6
(-) Intérêts et charges assimilées	1,0	1,0
(-) Participation des salariés	0,1	0,1
(-) Impôt sur les bénéfices	1,1	1,0
Capacité d'autofinancement	6,4	6,5
(-) Dotations nettes aux amortissements et provisions	3,2	3,1
Capacité nette d'autofinancement	3,2	3,3
Résultat net comptable	3,5	3,8

Champ : PME non financières définies au sens de la LME.

Note : Échantillon non cylindré.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

Tableau B Bilan fonctionnel pour l'ensemble des PME

(en % du total du bilan)

	2013	2014
I Actif – emplois		
(1) Immobilisations incorporelles	8,8	8,9
(2) Immobilisations corporelles	40,7	40,7
(3) Biens financés par crédit-bail	2,9	2,7
(4) Autres actifs immobilisés	20,0	19,6
(5) = (1) + (2) + (3) + (4) = Immobilisations	72,4	71,9
(6) Stocks	12,1	11,9
(7) Crédit interentreprises	3,4	3,5
(8) Autres créances et dettes d'exploitation	- 5,9	- 5,9
(9) = (6) + (7) + (8) = BFRE	9,7	9,6
Besoin en fonds de roulement hors exploitation	- 0,2	0,1
(10) Disponibilités	9,4	9,5
(11) Valeurs mobilières de placement	4,7	4,6
(12) Part à moins d'un an créances sur le groupe et les associés	4,1	4,3
(13) = (10) + (11) + (12) = Trésorerie à l'actif	18,2	18,5
Passif – ressources		
(1) Capitaux propres	41,2	42,1
(2) Amortissements et provisions	28,4	29,0
(3) Obligations et assimilées	0,7	0,7
(4) Emprunts bancaires	15,1	14,3
(5) Crédit-bail	2,3	2,1
(6) Autres dettes	9,9	9,5
(7) = (3) + (4) + (5) + (6) = Endettement stable	27,9	26,5
(8) Concours bancaires courants	2,0	2,0
(9) Part à moins d'un an du groupe et des associés	0,5	0,5
(10) = (8) + (9) = Trésorerie au passif	2,5	2,5

Champ : PME non financières définies au sens de la LME.

Note : Échantillon non cylindré.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

Annexe 6

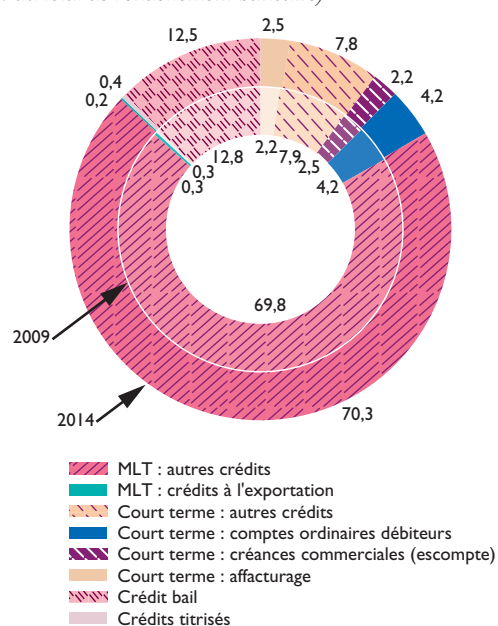
Éléments d'appréciation complémentaires
sur l'endettement financier des PME

L'étude annexe des données de risques, par catégories d'instruments, suggèrent que des barrières à l'entrée, similaires à ce qui peut être observé sur le marché des titres de dette¹, peuvent freiner l'usage, dans le cas des PME, de certains outils complémentaires au financement bancaire au sens strict. Les parts de financement assurées par l'escompte de créances commerciales, de l'affacturage ou de la titrisation sont ainsi structurellement très faibles. Des facteurs comme une plus grande sélectivité des prêteurs, l'insuffisance de diversification du collatéral apporté par les PME et des coûts de transaction élevés peuvent expliquer ce constat.

L'usage de formes alternatives de financement, comme les billets de trésorerie et les émissions de commercial paper se heurtent à ce type de barrières. Ces outils alternatifs sont à l'heure actuelle peu utilisés par les petites et moyennes entreprises (cf. graphique A). Sauf exception, la plupart des PME sont et devraient rester confrontées au problème de la taille critique en dessous de laquelle soit ces financements ne sont

Graphique A Structure de l'endettement financier des PME par instrument en 2009 et en 2014

(en % du total de l'endettement bancaire)

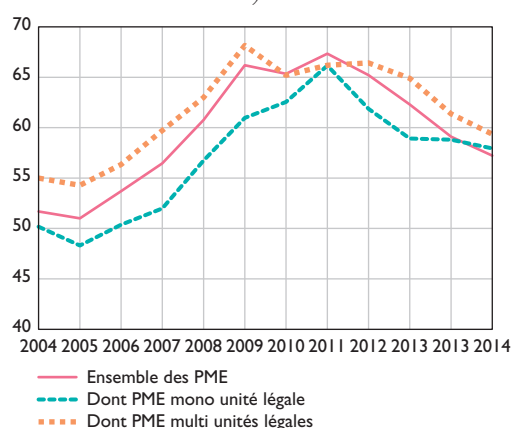


Champ : Cf. tableau 1.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

Graphique B Ratio endettement bancaire et obligataire sur valeur ajoutée

(taux de croissance annuel en %)



Champ : Cf. tableau 1.

Note : Cf. graphique 3.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

pas accessibles (cas des billets de trésorerie), soit le coût associé est dissuasif. Cependant, leurs avantages, associés à la volonté des pouvoirs publics d'orienter par le biais de ces instruments l'épargne privée en direction des capitalisations moyennes, pourraient à l'avenir leur permettre de se développer auprès des entreprises de taille intermédiaire, mieux armées pour se financer par le biais de ces nouveaux vecteurs. Si tel était le cas, le partage des ressources de financement offertes par les banques pourrait être modifié en faveur des PME.

En masse, l'endettement bancaire utilisé par les PME équivaut à plus de la moitié de la valeur ajoutée produite (57,2% cf. graphique B). Ce poids tend à baisser depuis 2011 essentiellement du fait de la progression de la valeur ajoutée.

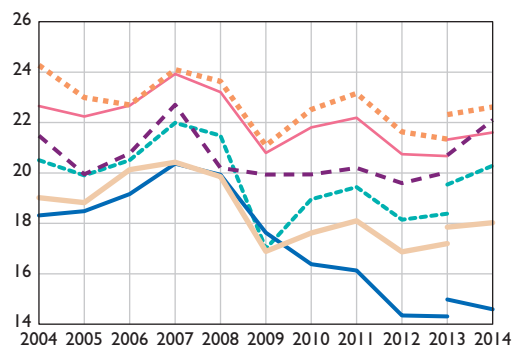
¹ Voir sur ce point particulier le « Rapport sur le financement des PME-ETI par le marché financier » réalisé par Gérard Rameix et Thierry Giami en 2011. Parmi les points d'attention cités : le coût lié à l'accès au marché des capitaux, et la faible liquidité généralement constatée pour les titres issus de petits émetteurs.

Annexe 7

Graphiques sectoriels

Graphique A Taux de marge

(en %)



— Ensemble des PME
 - - - dont industrie manufacturière
 - - - dont commerce
 — dont construction
 - - - dont transport et entreposage
 — dont soutien aux entreprises

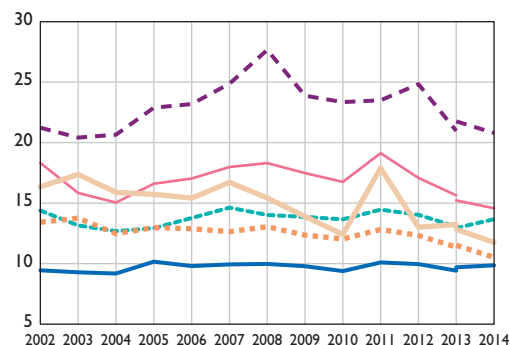
Champ : Cf. tableau 1.

Note : Cf. graphique 3.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

Graphique B Taux d'investissement

(en %)



— Ensemble des PME
 - - - dont industrie manufacturière
 - - - dont commerce
 — dont construction
 - - - dont transport
 — dont soutien aux entreprises

Champ : Cf. tableau 1.

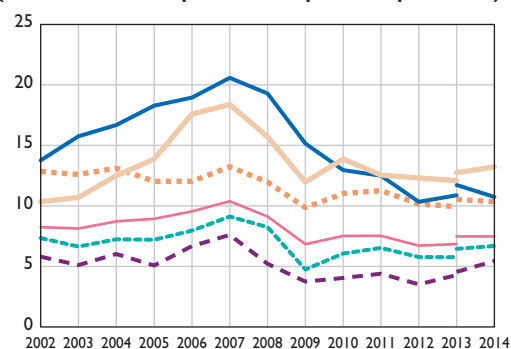
Note : Cf. graphique 3.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

Graphiques C Rentabilité

(en %)

1) Rentabilité économique
 (excédent net d'exploitation/capital d'exploitation)



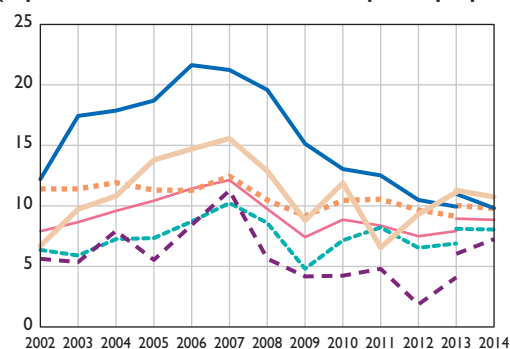
— Ensemble des PME
 - - - dont industrie manufacturière
 - - - dont commerce
 — dont construction
 - - - dont transport
 — dont soutien aux entreprises

Champ : Cf. tableau 1.

Note : Cf. graphique 3.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2015).

2) Rentabilité financière
 (capacité nette d'autofinancement/capitaux propres)



— Ensemble des PME
 - - - dont industrie manufacturière
 - - - dont commerce
 — dont construction
 - - - dont transport
 — dont soutien aux entreprises

Les entreprises dans la crise : premiers résultats d'une enquête européenne

Christophe JADEAU

Direction générale des Statistiques

*Direction de l'Ingénierie
et de la Maîtrise d'ouvrage statistiques*

**Edouard JOUSSELIN, Sébastien ROUX
et Grégory VERDUGO**

Direction générale des Études et Relations internationales

*Direction des Études microéconomiques
et structurelles*

Dans le cadre d'une enquête menée en collaboration entre la Banque centrale européenne (BCE) et vingt-cinq banques centrales de l'Union européenne, la Banque de France a interrogé 1 156 entreprises françaises pour comprendre l'impact de la crise sur leur environnement économique et leurs pratiques salariales entre 2010 et 2013.

En France, il apparaît que plus de la moitié des salariés travaillent dans des entreprises dont l'activité a été principalement affectée par une contraction de la demande, contre seulement un cinquième en Allemagne. En revanche, peu d'entreprises mentionnent une difficulté d'accès au crédit. Elles représentent moins de 20 % des salariés, contre 30 à 40 % en Espagne ou en Italie.

Selon cette enquête, des contraintes spécifiques freinent l'ajustement des salaires et de la main-d'œuvre ainsi que la création d'emplois. Ainsi, de 2010 à 2013, malgré la crise, les entreprises françaises font état d'une augmentation des coûts de la main-d'œuvre. De nombreux répondants relèvent aussi d'importantes difficultés pour ajuster leurs effectifs : il est devenu plus complexe d'embaucher du personnel qualifié, d'adapter le temps de travail ou encore de déplacer les employés d'un poste à un autre. L'insuffisance de travailleurs qualifiés est jugée comme une entrave importante à l'embauche.

Les difficultés d'embauche signalées dans un contexte de chômage élevé suggèrent le renforcement d'un chômage structurel. Parmi les autres éléments qui pèsent sur les décisions d'embauche, l'incertitude économique, les risques liés à l'instabilité du droit du travail, les charges sociales élevées et les coûts de licenciement sont le plus souvent mentionnés.

Au sein de la zone euro, la France se singularise par une hausse des salaires de base et des difficultés de recrutement proches de celles de l'Allemagne en dépit de situations du marché du travail contrastées.

Mots clés : WDN, enquête sur la dynamique des salaires, crise

Codes JEL : J31, E32

Le produit intérieur brut français a reculé de 2,6 % en 2009. Ce recul a été inférieur à la moyenne des pays de l'OCDE, alors que l'économie mondiale connaissait sa pire récession depuis la seconde guerre mondiale. Depuis, l'activité est restée exceptionnellement faible en France. Après une croissance quasi nulle en 2012, le PIB a augmenté de seulement 0,7 % en 2013 et 0,2 % en 2014, une hausse inférieure à la moyenne des pays de l'OCDE qui atteignait 1,3 % en 2012, 1,4 % en 2013 et 1,8 % en 2014.

Simultanément, le marché du travail s'est rapidement et fortement détérioré en France. Le taux de chômage au sens du BIT¹ est passé de 7,1 % au premier trimestre 2008 à 9,5 % au quatrième trimestre 2009, pour descendre à 9,1 % au premier trimestre 2011, remonter à 10,3 % au deuxième trimestre 2013 et fluctuer autour de cette valeur depuis. Au deuxième trimestre 2015, le taux de chômage est ainsi de 10,3 %.

Ces évolutions soulignent le besoin de mettre en œuvre des réformes susceptibles de dynamiser durablement l'économie. Dans ce but, un diagnostic préalable des modifications de l'environnement économique induites par la crise et des contraintes qui freinent les créations d'emploi peut être utile.

La Banque de France, en coordination avec la Banque centrale européenne (BCE) et vingt-quatre autres banques centrales nationales du Système européen de banques centrales (SEBC), a interrogé 1 156 entreprises entre juin et septembre 2014 (cf. ci-après l'encadré « Présentation de la collecte française »). Cette enquête a été coordonnée par le *Wage dynamics network* (WDN), un réseau de recherche entre ces banques centrales, qui étudie les liens entre la dynamique des salaires et celle des prix.

Les résultats de deux premières enquêtes, menées en 2007 et en 2009, ont fourni des éléments importants sur la manière dont les entreprises ajustent les coûts salariaux (Babecky *et al.*, 2012), sur le lien entre la fixation des prix et des salaires (Bertola *et al.*, 2012) ou les déterminants des salaires des travailleurs nouvellement embauchés (Galuscak *et al.*, 2012).

Pour la France, les deux premières enquêtes ont indiqué qu'en dépit de la crise et du souhait des

entreprises de diminuer leurs coûts salariaux, les baisses nominales du salaire de base étaient très rares. Les entreprises ont ajusté principalement la masse salariale au travers de la réduction de leur main-d'œuvre temporaire et permanente et, dans une moindre mesure, en baissant la part variable de la rémunération (Horny *et al.*, 2010).

La nouvelle enquête, réalisée en 2014, cible le comportement des entreprises durant la période 2010-2013. L'objectif est notamment d'étudier quels chocs et contraintes ont pesé sur les sociétés (baisse de demande, accès au crédit...) et comment celles-ci se sont ajustées.

La mise en perspective des résultats de l'enquête pour la France avec ceux de trois autres grands pays européens — l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie —, fournit des premiers enseignements sur les spécificités françaises. Les entreprises françaises se singularisent par une hausse des salaires de base et des difficultés de recrutement proches de celles des entreprises allemandes sur la période, malgré des évolutions du marché du travail divergentes². En outre, pondérées par leurs effectifs, les entreprises françaises et allemandes sont deux fois moins nombreuses à témoigner de difficultés d'accès au crédit influençant leur activité que leurs homologues espagnoles ou italiennes.

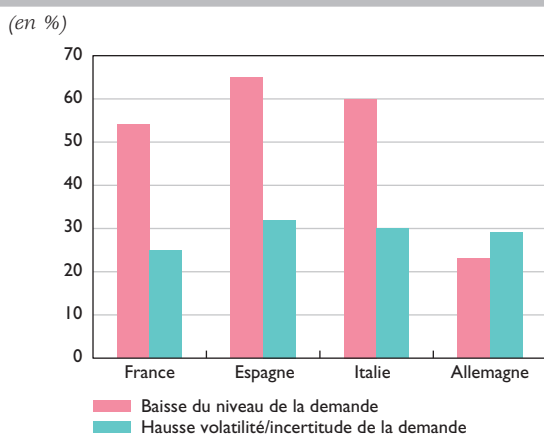
I | Un choc négatif de demande à titre principal

Les entreprises ont été d'abord interrogées sur les facteurs ayant influencé leur activité : niveau de demande, volatilité ou incertitude sur leur demande et accès au financement externe. Pour l'ensemble des pays, le choc négatif de demande a eu les conséquences les plus importantes (cf. graphique 1). Ainsi, en France, les entreprises dont l'activité a été affectée au premier chef par une baisse du niveau de la demande comptent plus de 50 % des salariés, proportion qui n'est que légèrement inférieure à celle observée en Espagne et en Italie. Cette proportion s'établit à seulement 20 % des salariés en Allemagne. Ces évolutions sont corroborées par les taux de croissance moyens observés de 2010 à 2013 pour ces

1 Champ métropole et DOM, source Insee.

2 Le taux de chômage connaît une baisse continue en Allemagne depuis dix ans, il était de 8,5 % en 2007, de 7 % en 2010 et se situe à 5 % en 2014.

Graphique 1 Facteurs liés à la demande ayant affecté l'évolution de l'activité entre 2010 et 2013

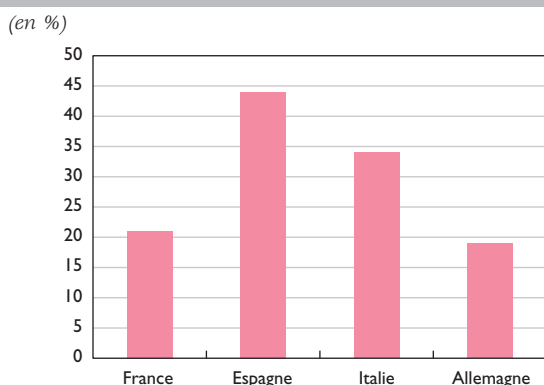


Note : Distribution pondérée par l'emploi. Lecture : en France, les entreprises qui relatent une baisse modérée ou forte du niveau de demande entre 2010 et 2013 emploient 54 % des salariés.
Source : Enquête WDN.

quatre pays : sur cette période, la croissance moyenne a été de 1,9 % en Allemagne³, contre 0,8 % en France, - 0,5 % en Espagne et - 0,6 % en Italie.

L'activité a pu également être affectée par une hausse de l'incertitude sur les commandes. Si la demande future est incertaine, les entreprises peuvent diminuer leur production par prudence. En pratique, la proportion

Graphique 2 Baisse forte ou modérée de l'accès au financement externe entre 2010 et 2013

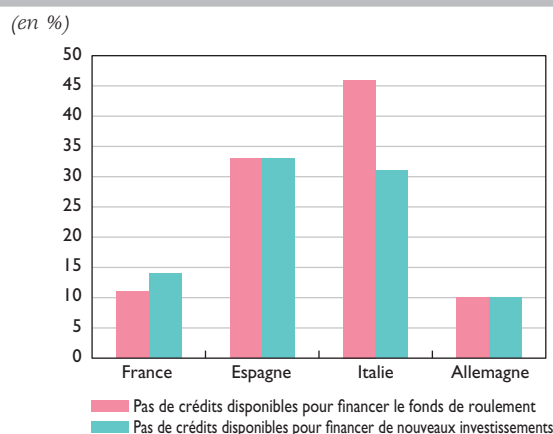


Note : Distribution pondérée par l'emploi. Lecture : en France, les entreprises qui relatent une baisse forte ou modérée de l'accès au financement externe entre 2010 et 2013 emploient 21 % des salariés.
Source : Enquête WDN.

³ La contraction du PIB réel en volume avait été plus forte en Allemagne en 2009, avec une variation de - 5,6 % par rapport à 2008, qu'en France (- 2,6 %) ou en Espagne (- 3,6 %).

⁴ Krempp et Sevestre (2012) confirment le diagnostic d'absence de rationnement marqué du crédit pour les PME françaises depuis 2008 à partir de l'analyse d'un échantillon de 60 000 entreprises.

Graphique 3 Difficultés de financement perçues par les entreprises



Note : Distribution pondérée par l'emploi. Lecture : en France, les entreprises qui évoquent l'absence de crédit disponible pour financer le fonds de roulement emploient 11 % des salariés.
Source : Enquête WDN.

d'employés dont l'entreprise a souffert d'une hausse de la volatilité ou de l'incertitude quant à la demande, varie entre 25 et 30 % pour les quatre pays étudiés.

Une baisse d'activité peut aussi refléter des difficultés d'accès au financement. La part de répondants qui indiquent des problèmes de financement varie fortement entre pays (cf. graphique 2). Respectivement 44 % et 34 % des salariés espagnols et italiens sont employés par des entreprises qui rencontrent ce type de difficulté, soit deux à trois fois plus qu'en France ou en Allemagne où ces restrictions concernent les entreprises n'employant qu'environ 20 % des salariés⁴. En revanche, il ne semble pas y avoir de différence importante selon l'objet du financement, à l'exception de l'Italie où les entreprises perçoivent plus souvent des difficultés à financer le fonds de roulement qu'à financer de nouveaux investissements (cf. graphique 3).

2| En France, les coûts de main-d'œuvre ont augmenté de manière contracyclique

La crise n'est pas nécessairement la seule cause des difficultés des entreprises : elle peut certes affecter

ENCADRÉ

Présentation de la collecte française

Échantillon

La troisième vague de l'enquête WDN a été menée en utilisant un échantillon initial de 4 778 entreprises, régulièrement interrogées lors des enquêtes mensuelles de conjoncture ¹ menées par la Banque de France. Ces entreprises représentent 20 % du chiffre d'affaires global réalisé en France ².

L'enquête a été produite en collaboration avec les succursales de la Banque de France, en particulier avec les services qui élaborent les enquêtes de conjoncture, régulièrement en contact avec les entreprises.

Taux de réponse et caractéristiques des répondants.

Au total, 1 156 réponses ont été collectées entre juin et novembre 2014 par courrier, courriel et téléphone. Le taux de réponse est de 24 % ³. Les données sont représentatives des 365 000 entreprises de plus de cinq employés dans les industries manufacturières et les autres secteurs. Le taux de réponse partiel varie entre 58 % et 100 % selon les questions. Pour plus de 80 % des questions, il excède 90 %. Les réponses ont été fournies majoritairement par les directions des ressources humaines ou les services financiers, qui ont une bonne connaissance des sujets abordés par l'enquête (cf. tableau A).

Tableau A Poste du répondant à l'enquête WDN dans l'entreprise

(en %)

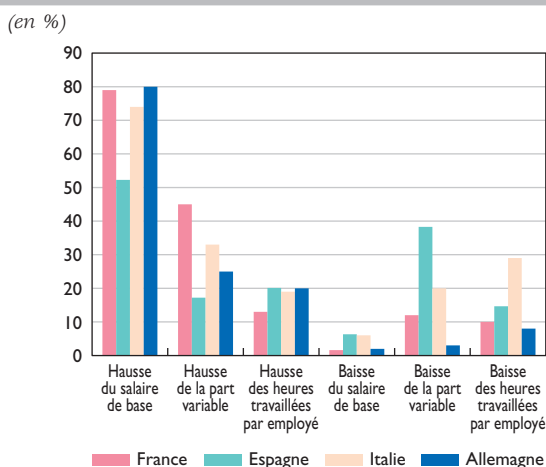
Dirigeants (43,8)	Président	11,1
	Président directeur général	6,0
	Conseil d'administration	0,8
	Directeur des ressources humaines	4,9
	Directeur financier	18,7
	Responsable de site	2,3
Directions (47,3)	Ressources humaines	5,9
	Finance/comptabilité	9,9
	Administration	8,3
	Contrôle de Gestion	4,1
	Manager	19,2
Assistant (2,4)	Assistant ressources humaines	0,3
	Assistant comptabilité	0,3
	Assistant en management	1,0
	Assistant	0,9
Manquant		6,5

Parmi les répondants, l'industrie manufacturière est sur-représentée par rapport aux autres secteurs, tandis que les petites entreprises sont sous-représentées par rapport aux plus grandes. Ces biais reflètent à la fois la composition de l'échantillon initial, la méthode d'échantillonnage et les biais de comportement de réponse. Ils sont corrigés au moyen d'un redressement statistique (calcul de pondérations) portant sur le secteur, la taille de l'entreprise et le chiffre d'affaires par employé de l'entreprise. Ainsi, trois types de pondérations ont été calculés : (i) la pondération de base du sondage sur la population des entreprises, qui ajuste la probabilité inégale de se retrouver dans l'échantillonnage réalisé, (ii) la pondération selon le nombre d'employés, qui permet de représenter le poids des employés des entreprises, (iii) la pondération selon la taille de l'entreprise, qui représente l'importance économique de chaque répondant. Les résultats présentés dans l'article sont pondérés par le nombre d'employés, afin que les chiffres soient représentatifs de la main-d'œuvre en activité.

¹ Après avoir retiré les entreprises de moins de cinq salariés, la base de données initiale comptait 10 054 entreprises, dont ont été retenues les 957 plus grandes en termes de chiffre d'affaires ; 3 821 autres entreprises ont été sélectionnées au hasard parmi les 9 097 restantes.

² Ces entreprises représentent 90 % du chiffre d'affaires des entreprises participant aux enquêtes de conjoncture. Elles ont été sélectionnées parmi six différents secteurs : la construction, le commerce de gros, l'industrie manufacturière, le marché des services, les travaux publics et le commerce de détail.

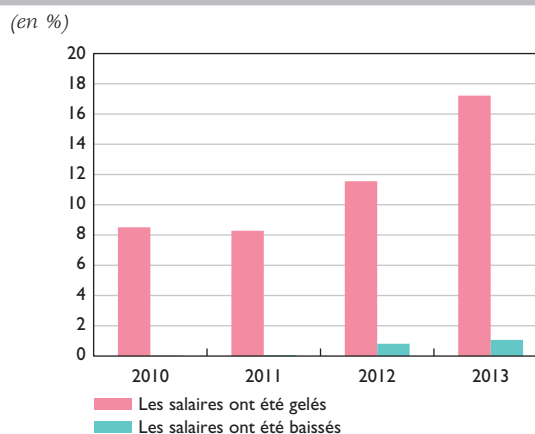
³ Le mode de transmission des résultats n'est pas pris en compte dans les pondérations. Le choix entre courriel, téléphone et courrier a été laissé libre et il est supposé qu'il n'a pas affecté la probabilité de répondre.

Graphique 4 Évolution des composantes des coûts de main-d'œuvre entre 2010 et 2013

Note : Distribution pondérée par l'emploi.

LECTURE : en France, les entreprises qui indiquent une hausse modérée ou forte du salaire brut de base entre 2010 et 2013 emploient 79 % des salariés.

Source : Enquête WDN.

Graphique 5 Recours à un gel ou à une baisse des salaires de base par les entreprises françaises

Note : Distribution pondérée par l'emploi.

LECTURE : en France, les entreprises qui ont gelé les salaires en 2010 emploient 8,2 % des salariés.

Source : Enquête WDN.

les coûts de production, en particulier en cas de défaillance des fournisseurs, mais d'autres facteurs peuvent affecter ces mêmes coûts, en particulier ceux de la main-d'œuvre, qui dépendent à la fois des mouvements de main-d'œuvre et du coût horaire du travail. En l'absence de contraintes institutionnelles ou de baisse de l'offre de travail, on aurait pu notamment s'attendre à une diminution des salaires, en réponse à la chute d'activité et à la hausse du chômage.

Le graphique 4 indique comment les entreprises ont perçu les évolutions des différentes composantes du coût de la main-d'œuvre. Les entreprises dans lesquelles le salaire de base a augmenté entre 2010 et 2013 emploient plus de 80 % des salariés en France et en Italie, soit une proportion similaire à l'Allemagne alors que le chômage connaissait des évolutions contrastées entre ces pays. De manière surprenante, en France, plus de 40 % des salariés sont employés par des entreprises dans lesquelles la part variable des salaires a également augmenté et seulement 11 % par des entreprises où elle a baissé⁵. Ce constat d'une relative rigidité des salaires

est corroboré par Askenazy *et al.* (2013) et Verdugo (2013) qui montrent que la France se caractérise par une relative déconnexion entre les salaires et l'activité économique au cours des années récentes.

Les firmes espagnoles semblent avoir bénéficié de plus de flexibilité salariale, en raison sans doute de la réforme du marché du travail de 2012 qui a dérégulé le processus de fixation des salaires⁶. La proportion de salariés employés par des firmes indiquant des hausses de salaire de base est ainsi de près d'un tiers inférieure dans ce pays à celles observées en France ou en Allemagne et près de 40 % des salariés sont employés par des firmes indiquant avoir diminué la part variable des salaires.

Toutefois, les entreprises ont pu réagir ponctuellement à la crise en procédant à des gels des salaires, voire à une diminution des salaires individuels. À cet égard, l'impact de la crise est ressenti le plus fortement en 2013 en France : 17,2 % des salariés sont employés dans des entreprises qui procèdent à un gel des salaires et 1,1 % des salariés sont employés dans des

5 La part d'entreprises ayant baissé la part variable des salaires se montait en 2009 à plus de 30 % dans la précédente vague de l'enquête WDN (Horny *et al.*, 2010). Cette forte proportion est liée à l'ampleur de la récession de 2009 et la plus faible proportion subséquente au fait que cette part variable est restée faible depuis le début de la crise (Sanchez, 2014).

6 Le décret-loi du 10 avril qui réforme le marché du travail espagnol comprend différentes mesures : (i) la diminution du coût du licenciement ; (ii) la diminution du coût du licenciement des travailleurs en CDI ; (iii) l'encadrement du renouvellement des CDD ; (iv) la création d'un nouveau CDI avantageux pour les entrepreneurs et les PME de moins de 50 salariés ; (v) la flexibilisation interne des conditions de travail ; (vi) la priorité donnée aux conventions collectives au niveau de l'entreprise ; (vii) le renforcement du droit à la formation. Les objectifs de cette réforme sont multiples : freiner les destructions d'emplois, réduire la dualité sur le marché du travail – notamment en rapprochant le coût du licenciement entre CDI et CDD –, favoriser la flexibilité et le dialogue social internes à l'entreprise ou encore réduire les recours en justice.

entreprises qui ont recours à une baisse des salaires (cf. graphique 5). Ce sont en priorité les entreprises les plus petites qui procèdent à ce type d'ajustement, quelle que soit l'année considérée.

Par contraste, les réponses des entreprises en Italie et surtout en Espagne suggèrent que les réformes mises en œuvre dans ces pays ⁷ ont pu limiter les difficultés d'ajustement des coûts de main-d'œuvre ⁸.

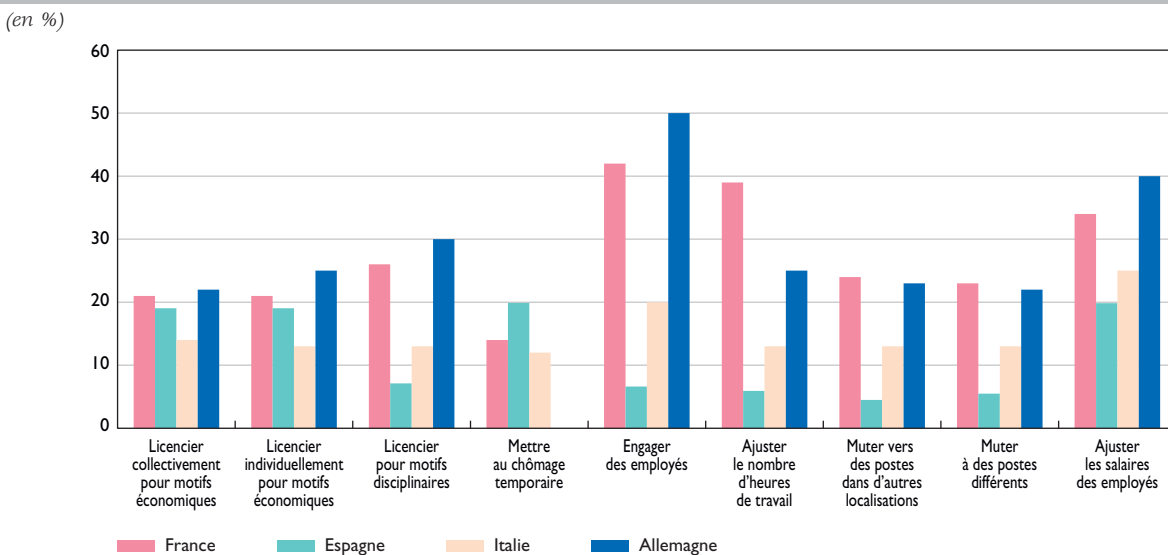
3| Des difficultés croissantes à recruter ou à ajuster les coûts salariaux en France

4| Des freins à l'embauche relativement nombreux en France

Les difficultés de recrutement signalées par les entreprises en France et en Allemagne indiquent la présence de tensions sur le marché du travail (cf. graphique 6). Plus de 40 % des employés de ces deux pays appartiennent à des entreprises qui témoignent de difficultés accrues de recrutement sur la période. Ces résultats sont cohérents avec l'évolution de la courbe de Beveridge, soulignée par Maravalle *et al.* (2014), montrant une hausse simultanée des vacances d'emploi et du chômage dans les dernières années. De même, plus de 35 % des employés de France et d'Allemagne appartiennent à des entreprises qui signalent qu'il est devenu plus difficile d'ajuster les salaires depuis 2010.

Les entreprises qui emploient plus de 80 % des salariés indiquent que la principale barrière à l'embauche en France, Espagne et en Italie est l'incertitude économique. D'autres freins à l'embauche témoignent de l'importance des facteurs institutionnels : des entreprises représentant une proportion considérable de salariés de ces mêmes pays soulignent, à ce titre, les conséquences de cotisations sociales trop élevées. De même, une forte proportion d'employés le sont par des entreprises qui indiquent ne pas embaucher en raison de risques de modification de la législation du travail, à l'exception de l'Allemagne. Enfin, pour la France et l'Allemagne, les résultats confirment le poids

Graphique 6 Hausse de la difficulté à procéder à des ajustements depuis 2010

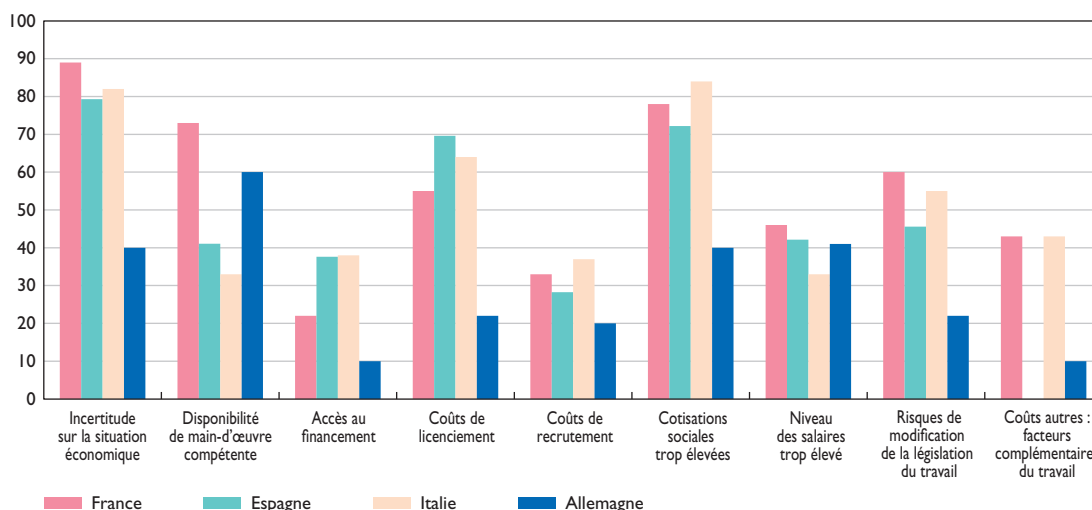


Note : Distribution pondérée par l'emploi. Lecture : en France, les entreprises qui considèrent qu'il est devenu plus difficile qu'en 2010 de procéder à des licenciements collectifs pour motifs économiques emploient 21 % des salariés.
Source : Enquête WDN.

7 Ces dernières années, l'Italie s'est engagée dans des réformes de grande ampleur de son marché du travail (réformes Fornero en 2012, Renzi en 2015). Les réformes ont développé la flexisécurité, avec une plus grande sécurisation juridique des séparations pour les contrats permanents, une plus grande flexibilité dans le recours aux contrats temporaires et la mise en place d'une assurance chômage universelle.
8 En Espagne, 45 % des employés appartiennent à des entreprises qui déclarent qu'il est devenu plus facile de licencier individuellement ou collectivement sur la période.

Graphique 7 Principales barrières à l'embauche rapportées par les entreprises

(en %)



Note : Distribution pondérée par l'emploi. Lecture : en France, les entreprises qui considèrent que l'incertitude quant à la situation économique constitue une barrière importante ou très importante à l'embauche de travailleurs sous contrat à durée indéterminée emploient 89 % des salariés.
Source : Enquête WDN.

des tensions sur le marché du travail. Le manque de main-d'œuvre compétente disponible semble être un frein à l'embauche pour les entreprises employant respectivement 70 et 60 % des employés. Ce résultat semble être qualitativement corroboré pour la France

par une étude récente de Pôle Emploi portant sur les difficultés d'embauche (Blache *et al.*, 2014) qui montre que celles-ci sont le plus souvent liées à un problème de disponibilité de main-d'œuvre compétente, parmi les entreprises ayant décidé d'embaucher quelqu'un.

Les premiers résultats de l'enquête WDN fournissent des éléments éclairants sur la manière dont les entreprises se sont ajustées à la crise, grâce à l'interrogation directe des entreprises et la possibilité de comparer différents pays européens sur la base d'un questionnaire harmonisé.

Les entreprises françaises indiquent qu'elles n'ont pas perçu de difficultés de financement entre 2010 et 2013, à la différence des entreprises italiennes et espagnoles. La baisse de l'activité économique reflète principalement une diminution de la demande. En dépit de cette moindre activité, de nombreuses entreprises font état d'une hausse de leurs coûts, notamment salariaux.

Les entreprises rapportent des difficultés à embaucher du personnel qualifié, ce qui témoigne de la présence d'un chômage structurel. Parmi les pays qui connaissent un chômage élevé, la France se singularise par des difficultés de recrutement proches de celles de l'Allemagne où le chômage est à son plus bas historique. Ces difficultés, alors que le chômage s'établit à des taux élevés, tendent à montrer une inadéquation entre les qualifications des demandeurs d'emplois et les besoins des entreprises.

Les entreprises pointent également les conséquences de l'instabilité de la législation du travail qui freine l'embauche et contribue à détériorer le marché du travail. Ce manque de prévisibilité constitue une inquiétude pour les entreprises des différents pays, à l'exception de l'Allemagne.

Au-delà des conséquences de cette instabilité, la comparaison entre les différents pays permet d'évoquer le rôle des institutions spécifiques qui y prévalent. Ainsi, en France, en Espagne et en Italie, outre l'incertitude sur la situation économique, des caractéristiques institutionnelles comme les coûts de licenciement et les cotisations sociales sont fréquemment considérées par les entreprises comme des freins à l'embauche, à la différence de l'Allemagne.

Bibliographie

Askenazy (P.), Bozio (A.) et Garcia-Penalosa (C.) (2013)

« Dynamique des salaires par temps de crise », *Les notes du Conseil d'analyse économique*, n° 5, avril.

Babecky (J.), Du Caju (P.), Kosma (T.), Lawless (M.), Messina (J.) et Rõõm (T.) (2012)

« How do european firms adjust their labour costs when nominal wages are rigid ? », *Labour Economics*, Elsevier, vol. 19(5), p. 792-801.

Bertola (G.), Dabusinskas (A.), Hoerberichts (M.), Izquierdo (M.), Kwapil (C.) Montornès (J.) et Radowski (D.) (2012).

« Price, wage and employment response to shocks: evidence from the WDN survey », *Labour Economics*, Elsevier, vol. 19(5), p. 783-791.

Blache (G.), Bonnet (A.) et Zanda (J.-L.) (2014)

« Les offres d'emploi difficiles à satisfaire : des difficultés certaines mais des abandons de recrutement peu fréquents », *Eclairage et Synthèses* n° 6, septembre, Pôle Emploi.

Galuscak (K.), Keeney (M.), Nicolitsas (D.), Smets (F.), Strzelecki (P.) et Vodopivec (M.) (2012).

« The determination of wages of newly hired employees: Survey evidence on internal versus external factors », *Labour Economics*, Elsevier, vol. 19(5), p. 802-812.

Horny (G.), Montornes (J.), Sauner-Leroy (J.-B.) et Tarrieu (S.) (2010)

« Les politiques salariales durant la crise : résultats d'enquêtes », *Bulletin de la Banque de France* n° 179, p. 1-10.

Kremp (E.), et Sevestre (P.) (2012)

« Did the crisis induce credit rationing for French SMEs? », *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 37(10), p. 3757-3772.

Maravalle (A.), de la Serve (M.-E.) et Verdugo (G.) (2014)

« La courbe de Beveridge dans la zone euro depuis la crise : une hausse du chômage structurel depuis 2010 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 198, p. 101-112.

Sanchez (R.) (2014)

« La structure des rémunérations dans le secteur privé en 2012 : Recul significatif de la part variable de la rémunération pendant la crise », *Dares-Analyses*, n° 101.

Verdugo (G.) (2013)

« Les salaires réels ont-ils été affectés par les évolutions du chômage en France avant et pendant la crise ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 192 – 2^e trimestre.

Fonds d'investissement non monétaires français

Faits saillants pour l'année 2014 et le premier trimestre 2015

Gisèle FOUREL et Vincent POTIER

Direction des Statistiques monétaires et financières

Service de l'Épargne financière et de la Titrisation

L'actif net des organismes de placement collectif (OPC) non monétaires français progresse de 7% en 2014, soit + 64 milliards d'euros, pour atteindre une part de marché de 12% dans la zone euro (contre 14% l'année précédente). À fin mars 2015, l'encours continue d'augmenter, principalement en raison d'effets de valorisation positifs, pour s'établir à 1 100 milliards.

Sur la période mars 2014-mars 2015, les investisseurs privilégient les fonds obligations (+ 15,6 milliards de flux de souscriptions nets) ainsi que les fonds mixtes (+ 9,7 milliards) au détriment des fonds actions (- 9,6 milliards).

Au sein des OPC, les fonds indiciels cotés (ou « Exchange traded funds », ETF) sont très dynamiques et depuis 2011 leur encours a progressé de 55% pour atteindre 53 milliards à fin 2014. Avec des flux de 2,9 milliards, ils représentent 40% du total des souscriptions nettes de l'ensemble des fonds non monétaires en 2014 (5,6 milliards). Au premier trimestre 2015, les souscriptions nettes en titres d'ETF s'intensifient (+ 3,1 milliards, sur un total de + 5,2 milliards pour l'ensemble des OPC non monétaires), contrastant avec les désinvestissements nets de l'ensemble des fonds actions.

En 2014, pour accroître leurs rendements, les gestionnaires des fonds obligations allongent l'échéance moyenne de leur portefeuille titres. Parallèlement, les fonds obligations et mixtes augmentent leurs investissements nets en titres de dette de long terme émis à l'extérieur de la zone euro.

Mots clés : OPC, titres d'OPC, OPC indiciel coté, *exchange traded fund* (ETF), actif net, fonds d'investissement, placements des OPC, titres de créances, actions, obligations, placements des OPC, choix de portefeuille, souscriptions, valorisations, FCPE

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

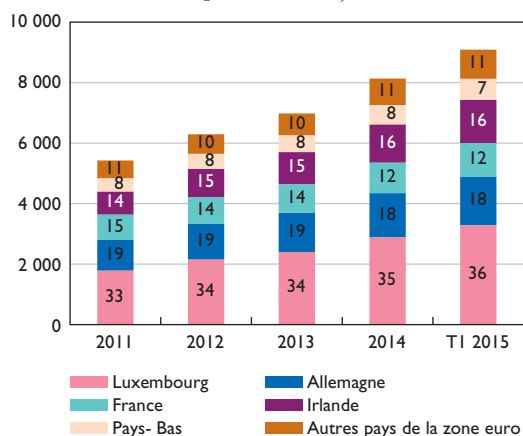
Les souscripteurs de fonds non monétaires continuent de se détourner des fonds actions au profit des fonds obligations et des fonds indiciels cotés. Par ailleurs, les gestionnaires d'actifs ont progressivement privilégié un allongement de l'échéance moyenne des portefeuilles ainsi que des investissements dans des classes d'actifs plus risqués comme la dette émise par des entreprises résidant à l'extérieur de la zone euro.

I | Les fonds obligations soutiennent un marché français en net retrait dans une zone euro tournée vers les fonds actions

L'actif net¹ de l'ensemble des fonds non monétaires de la zone euro progresse en 2014 de 1 152 milliards d'euros (soit + 17 %), dont + 628 milliards de flux, et au premier trimestre 2015 de 957 milliards, dont + 256 milliards de flux. Les principaux pays contributeurs en termes d'actif net en 2014 sont le Luxembourg (+ 480 milliards, + 20 %), l'Irlande (+ 200 milliards, + 19 %) et l'Allemagne (+ 176 milliards, + 14 %). Les encours des fonds non monétaires français augmentent de 64 milliards en 2014 (soit + 7 %) et de 92 milliards au premier trimestre 2015 (+ 9 %). La part de marché des fonds français dans la zone euro diminue à 12 % fin 2014, après 14 % fin 2013 ; elle est stable à fin mars 2015 (cf. graphique 1).

Graphique 1 Évolution de l'actif net des fonds non monétaires en zone euro

(en milliards d'euros et en part de marché)



Source : BCE.

En 2014, les souscriptions nettes de parts de fonds actions et de fonds mixtes représentent une grande partie de la progression des fonds non monétaires dans tous les pays, sauf en France où celles des fonds obligations sont prépondérantes. Au premier trimestre 2015, l'appétence pour les fonds obligations au détriment des fonds actions est plus forte dans une majorité de pays, la part des souscriptions nettes sous forme de fonds mixtes, majoritairement investis en obligations, restant prépondérante (cf. graphique 2).

Les fonds d'investissement non monétaires² domiciliés en France totalisent un actif net de 1 099,8 milliards à fin mars 2015. La progression de + 129,6 milliards

Tableau I Synthèse de la variation d'actif de mars 2014 à mars 2015 des fonds domiciliés en France

(montants en milliards d'euros ; taux en pourcentage)

Catégorie de fonds	Actif net fin mars 2014	Actif net fin mars 2015	« Flux annuel » (1)	« Valorisation annuelle » (2)	« Autres » (3)	« Variation actif net » = (1) + (2) + (3)	Taux de variation
Actions	277,9	327,0	- 9,6	58,8	- 0,2	49,1	18
Obligations	219,8	247,7	15,6	12,7	- 0,4	27,9	13
Mixtes	288,5	332,7	9,7	33,9	0,6	44,2	15
Autres	184,0	192,4	- 4,8	14,0	- 0,8	8,4	5
Fonds non monétaires	970,2	1 099,8	10,9	119,4	- 0,8	129,6	13

Note : « Autres ajustements » recouvre pour l'essentiel des opérations de fusion entre fonds.

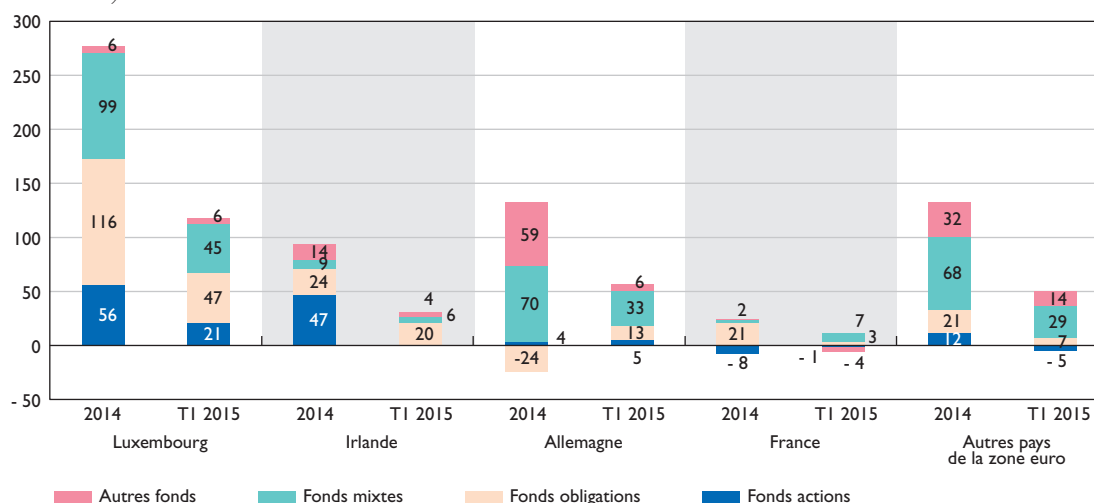
Source : Banque de France.

1 L'actif net représente la valeur au prix du marché des titres émis par un fonds d'investissement.

2 Le périmètre des fonds non monétaires étudié n'inclut pas les fonds immobiliers

Graphique 2 Souscriptions nettes dans les principaux pays de la zone euro en 2014 et au 1^{er} trimestre 2015

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

de l'actif net des fonds non monétaires français entre mars 2014 et mars 2015 reflète essentiellement un effet de valorisation de + 119,5 milliards, le flux net de souscriptions de + 10,9 milliards étant marginal (cf. tableau 1). La valorisation concerne en premier lieu les fonds actions (+ 58,8 milliards) et les fonds mixtes (+ 33,9 milliards) qui bénéficient essentiellement de l'amélioration des marchés boursiers en zone euro au premier trimestre 2015 et d'une appréciation des actifs libellés en dollar américain. Celle des fonds obligations et des autres fonds, tirée par la baisse des taux, atteint respectivement + 12,7 milliards et + 14 milliards.

2| En France, les investisseurs se portent principalement sur les fonds obligations et les fonds indiciels cotés³

2| I Les souscriptions de parts de fonds obligations et mixtes sont soutenues

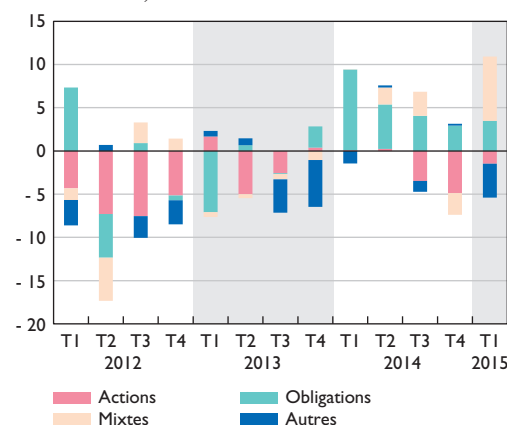
Entre juin 2012 et décembre 2013, suite à la crise de la dette souveraine en zone euro, les taux obligataires français ont évolué autour de 1 % pour le taux de

l'échéance constante TEC 5 ans et 2,20 % pour le TEC 10 ans. Au cours de cette période, les flux de souscriptions nettes ont été légèrement négatifs (- 2,9 milliards d'euros).

En revanche, depuis le début de l'année 2014, les souscriptions nettes en parts de fonds obligations sont très dynamiques avec des flux de + 15,6 milliards entre mars 2014 et mars 2015 (cf. tableau 1 et graphique 3).

Graphique 3 Flux trimestriels de souscriptions nettes par type de fonds

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

3 OPC indiciels cotés (Exchange Traded Funds – ETF) selon la classification faite par la BCE qui s'appuie sur la définition de l'ESMA : « Un OPC dont la stratégie consiste à répliquer ou suivre les performances d'un ou plusieurs indices » (ESMA/2012/832).

Tableau 2 Évolution du taux de détention des parts de fonds non monétaires par principales catégories d'investisseurs

(évolution en %, actif net en milliards d'euros)

Secteur détenteur	Fin mars 2013	Fin mars 2014	Fin mars 2015
Institutions financières monétaires	3,2	3,4	3,8
OPC non monétaires	12,3	11,7	11,6
Sociétés d'assurance	39,3	39,9	34,4
Autres institutions financières	1,0	1,0	0,9
Sociétés non financières	3,0	2,8	4,3
Ménages + ISBLSM ^{a)}	21,7	21,3	20,1
Administrations publiques	7,6	8,1	10,3
Non résidents	11,9	11,8	14,6
Actif net	901,0	970,2	1 099,8

a) Institutions sans but lucratif au service des ménages.

Source : Banque de France.

Elles constituent le principal flux positif en France des différentes catégories de fonds d'investissement avec celles des fonds mixtes (souscriptions nettes : + 9,7 milliards). Les investisseurs cèdent des parts de fonds actions pour un montant de 9,5 milliards (dont 1,9 milliard pour les ménages résidents). L'actif net des fonds actions augmente toutefois de 272 à 327 milliards sur cette période, soutenu par la progression des indices boursiers et l'appréciation des actifs libellés en dollar américain.

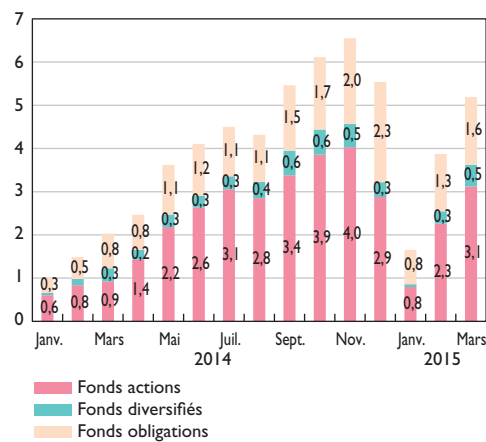
Entre mars 2014 et mars 2015, les fonds non monétaires domiciliés en France attirent davantage les investisseurs étrangers dont la part dans la détention totale de fonds non monétaires résidents progresse de 11,8 % à 14,6 % en un an (cf. tableau 2). La progression de la part des administrations publiques résidentes est également notable (10,3 % fin mars 2015, après 8,1 % fin mars 2014). En revanche, les sociétés d'assurance, qui procèdent à des cessions de parts de fonds obligations, voient leur part dans la détention totale diminuer (34,4 % fin mars 2015, après 39,9 % à fin mars 2014).

2|2 Les fonds indiciels cotés dynamisent le marché français

Les fonds indiciels cotés (ou « *exchange traded funds* », ETF) prennent une place croissante dans la gestion

Graphique 4 Profil des souscriptions nettes mensuelles cumulées d'ETF par type de fonds en 2014 et au premier trimestre 2015

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

d'actifs en France. Depuis fin 2011, leur actif net augmente de 19 milliards, pour atteindre 53 milliards fin 2014, soit une hausse de 55 %. En 2014, l'actif net des ETF actions représente 77 % de l'ensemble des ETF et 19 % des fonds actions. Au total, les ETF représentent 5,2 % de l'encours des OPC non monétaires, après 4,1 % fin 2011.

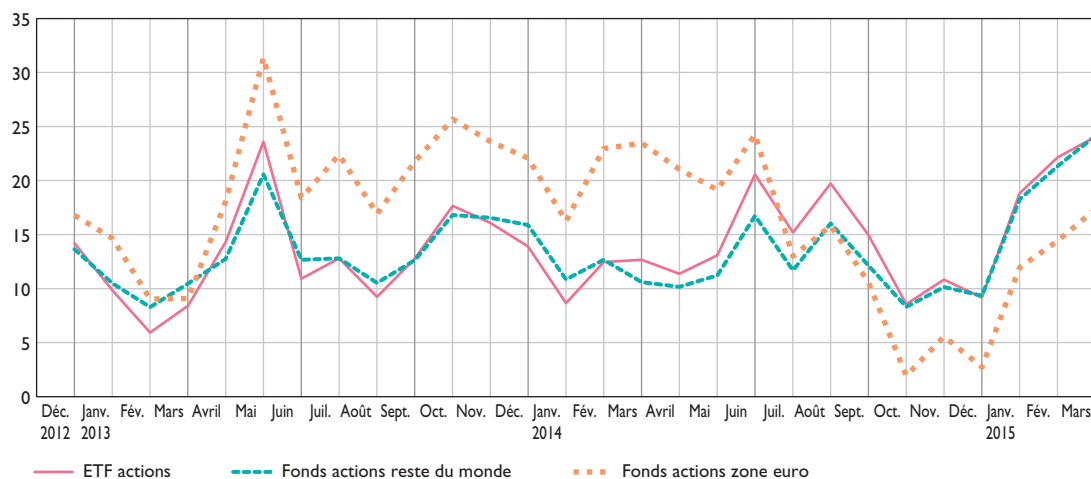
En 2014, les souscriptions nettes d'ETF indiciels s'élèvent à + 5,6 milliards (cf. graphique 4), soit plus de 40 % de celles de l'ensemble des fonds non monétaires. Elles se décomposent en ETF actions (+ 2,9 milliards), ETF obligations (+ 2,3 milliards) et ETF diversifiés (+ 0,4 milliard). Au premier trimestre 2015, les souscriptions nettes demeurent élevées, ressortant à + 3,1 milliards pour les ETF actions. Le dynamisme de la collecte nette de cette catégorie de fonds contraste avec les désinvestissements nets de l'ensemble des fonds actions.

L'attrait des ETF actions en 2014 peut s'expliquer, pour partie, par l'amélioration de leur performance (après prise en compte des frais de gestion), qui s'établit au-dessus de celle des fonds actions zone euro à partir du mois de juillet (cf. graphique 5). Outre les faibles frais de gestion⁴ de ces produits, d'autres éléments contribuent à cet attrait, tels que la négociabilité et la meilleure lisibilité des sous-jacents.

4 Le faible nombre d'opérations à effectuer pour un gestionnaire de fonds indiciels cotés (reproduction d'un indice boursier, par exemple), contrairement à celles requises pour gérer activement un fonds, explique le coût inférieur des frais de gestion.

Graphique 5 Taux moyen annuel de rendement des ETF actions et des fonds actions

(en %)



Note : Les taux moyens annuels de rendement résultent du produit des taux de rendement mensuels des douze derniers mois, le rendement mensuel étant mesuré comme le rapport de la somme des valorisations de tous les fonds d'une même catégorie et la moyenne des encours de cette même catégorie entre les échéances M-1 et M. La valorisation, qui traduit la variation d'encours du fonds induite par les variations de prix des actifs sur les marchés, est calculée, code ISIN par code ISIN, selon la formule suivante :

$$\text{Valorisation} = (\text{valorisation de la valeur liquidative de la part nette de frais de gestion, entre M-1 et M}) \times \frac{(\text{Nb de parts}^{M-1} + \text{Nb de parts}^M)}{2}$$

Les coupons versés par les fonds de distribution sont inclus dans le calcul du rendement.

Source : Banque de France.

3| Les gestionnaires adaptent leurs stratégies pour offrir un rendement plus élevé

3|1 Les fonds obligations investissent sur des maturités plus longues et davantage en titres émis hors zone euro

Les gestionnaires de fonds obligations allongent l'échéance moyenne de leur portefeuille titres qui passe de 9,0 à 10,6 ans entre fin 2013 et fin 2014. Entre le troisième trimestre 2012 et fin 2013, les fonds obligations ont acheté des titres de dette à long terme de la zone euro, puis, à partir de janvier 2014, des titres de dette à long terme émis à l'extérieur de la zone euro (cf. graphique 6a). Les flux nets de placement en titres de dette des fonds obligations de janvier 2014 à mars 2015 s'élèvent à + 23,3 milliards d'euros et s'orientent vers trois principales catégories d'émetteurs : pays de la zone euro (+ 6,3 milliards, majoritairement Espagne

et Italie) ; entreprises hors zone euro (+ 9 milliards, principalement États-Unis et Royaume-Uni) ; établissements de crédit résidents (+ 3,3 milliards).

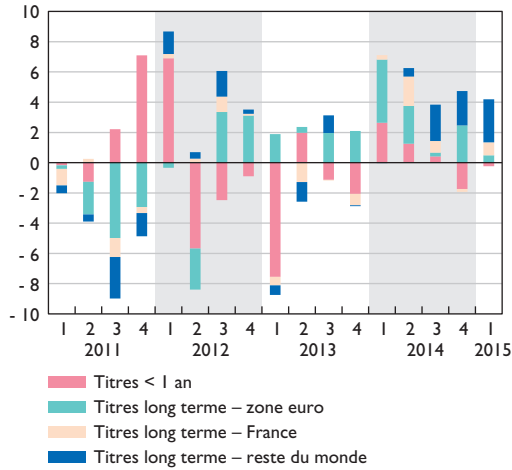
3|2 Depuis début 2014, les fonds mixtes accroissent leurs investissements en titres de dette du reste du monde

Les flux nets de placements des fonds mixtes sous forme de titres de dette progressent de janvier 2014 à mars 2015 de + 7,4 milliards (+ 3,7 milliards en 2013). En revanche, les fonds mixtes continuent de céder des actions, émises notamment par des sociétés non financières (SNF) résidentes, pour 1,8 milliard, après - 2,9 milliards en 2013. Du dernier trimestre 2012 au premier trimestre 2014, les achats portent essentiellement sur des titres de long terme de la zone euro (cf. graphique 6b). Depuis, les principaux achats sont constitués de titres de dette émis par l'État américain et des titres de dette de SNF n'appartenant pas à la zone euro.

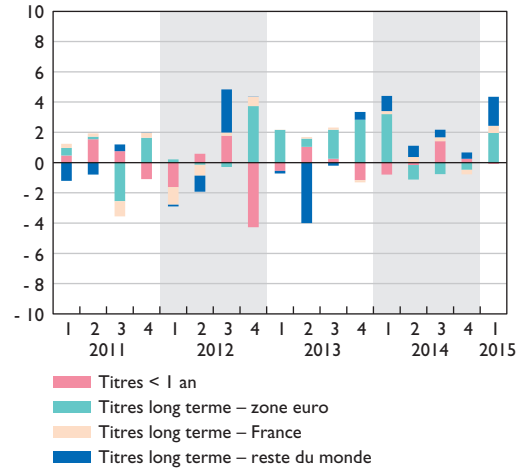
Graphique 6 Flux nets de placements trimestriels en titres de dette selon la durée initiale

(en milliards d'euros)

a) Fonds obligations



b) Fonds mixtes



Source : Banque de France.

3 | 3 Les fonds actions cèdent des actions émises par les résidents et le reste du monde

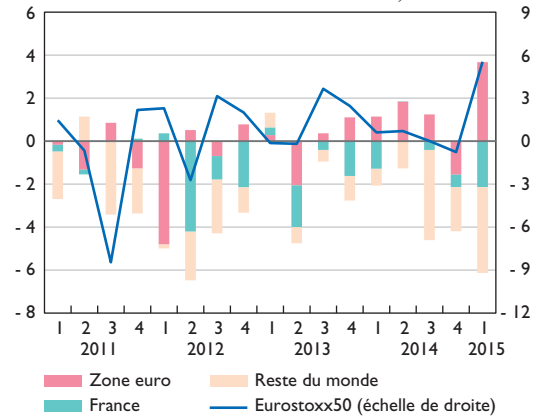
Depuis 2011, le désengagement des fonds actions en titres de capital (- 42,2 milliards) se répartit entre les actions émises par le reste du monde (- 26,7 milliards) et par les résidents (- 15,5 milliards) (cf. graphique 7).

Ce mouvement se poursuit sur la période récente. De janvier 2014 à mars 2015, les gestionnaires de fonds actions cèdent des actions émises à la fois par des résidents (- 4,4 milliards, après - 3,6 milliards en 2013) et par le reste du monde (- 12,3 milliards, après - 1,7 milliard d'euros en 2013). Ces cessions ne sont pas compensées par les achats d'actions de SNF de la zone euro hors France (+ 6,4 milliards).

Graphique 7 Fonds actions

Flux nets trimestriels de placement en actions selon la zone géographique de l'émetteur et variation trimestrielle de l'Eurostoxx50

(montants en milliards d'euros ; variation en %)



Source : Banque de France.

Annexe I

Bilan simplifié par catégorie de fonds

Bilan simplifié par catégorie de fonds de 2012 à 2014

(en milliards d'euros)

Bilan fin 2012	Fonds actions	Fonds obligations	Fonds diversifiés	Autres	Total
Total actifs	276,5	250,0	318,4	182,3	1 027,2
Dépôts	5,6	12,3	13,2	15,5	46,7
Titres de dette	1,0	185,2	92,6	33,9	312,8
France	0,5	63,7	32,6	21,2	117,9
Autres membres de la zone euro	0,2	80,3	40,9	9,0	130,4
Reste du monde	0,3	41,3	19,2	3,8	64,5
Actions et titres d'OPC	233,7	19,1	166,0	126,5	545,3
France	93,0	15,6	90,8	110,5	310,0
Autres membres de la zone euro	75,4	3,1	50,8	11,0	140,4
Reste du monde	65,2	0,3	24,3	5,0	94,8
Autres actifs	36,1	33,4	46,6	6,4	122,5
Total actif net	234,7	211,7	269,3	172,3	888,1

Bilan fin 2013	Fonds actions	Fonds obligations	Fonds diversifiés	Autres	Total
Total actifs	316,2	237,3	328,3	191,5	1 073,4
Dépôts	5,0	8,5	8,5	16,4	38,3
Titres de dette	1,4	180,7	97,7	35,6	315,5
France	0,8	53,2	32,6	21,7	108,3
Autres membres de la zone euro	0,3	88,1	49,5	10,7	148,7
Reste du monde	0,4	39,3	15,6	3,2	58,5
Actions et titres d'OPC	270,4	20,5	179,1	133,3	603,3
France	105,7	15,7	96,8	115,3	333,5
Autres membres de la zone euro	91,5	4,6	56,4	13,0	165,5
Reste du monde	73,2	0,3	25,9	5,0	104,3
Autres actifs	39,3	27,7	43,0	6,2	116,3
Total actif net	272,0	206,9	283,8	181,4	944,1

Bilan fin 2014	Fonds actions	Fonds obligations	Fonds diversifiés	Autres	Total
Total actifs	326,9	277,2	359,9	194,2	1 158,2
Dépôts	6,4	10,5	10,4	16,0	43,2
Titres de dette	1,3	210,2	107,5	35,9	354,8
France	0,5	60,2	35,0	19,5	115,2
Autres membres de la zone euro	0,3	102,9	52,3	12,4	167,9
Reste du monde	0,5	47,1	20,2	4,0	71,7
Actions et titres d'OPC	279,0	23,1	184,3	136,6	622,9
France	105,5	17,0	94,5	115,7	332,6
Autres membres de la zone euro	99,4	5,8	62,3	15,2	182,7
Reste du monde	74,1	0,3	27,5	5,7	107,6
Autres actifs	40,3	33,5	57,8	5,7	137,3
Total actif net	282,5	238,7	302,1	184,5	1 007,8

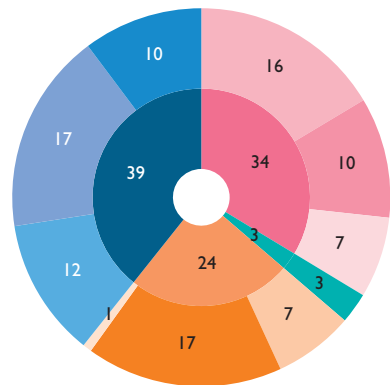
Source : Banque de France.

Annexe 2

Structure des placements des OPC non monétaires

Structure des placements en titres des OPC non monétaires par type de titre et zone géographique à fin 2014

(en milliards d'euros, part en pourcentage)

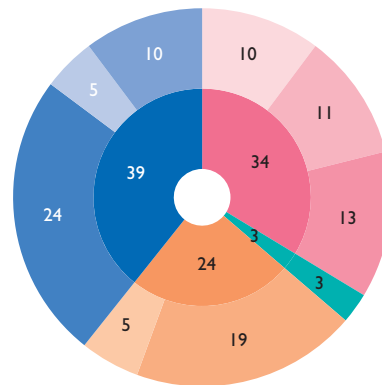


Titres de créance à long terme	329
Résidents	101
Zone Euro (hors France)	160
Reste du monde	68
Titres de créance à court terme	26
Titres d'OPC	239
Résidents	164
Zone Euro (hors France)	67
Reste du monde	8
Actions	384
Résidents	168
Zone Euro (hors France)	116
Reste du monde	100

Source : Banque de France.

Structure des placements en titres des OPC non monétaires par type de titre et secteurs émetteurs à fin 2014

(en milliards d'euros, part en pourcentage)



Titres de créance à long terme	329
Sociétés non financières	123
Administrations publiques	106
Institutions financières	100
Titres de créance à court terme	26
Titres d'OPC	239
OPC non monétaires	189
OPC monétaires	50
Actions	384
Sociétés non financières zone euro	240
Autres secteurs	100
Institutions financières zone euro	45

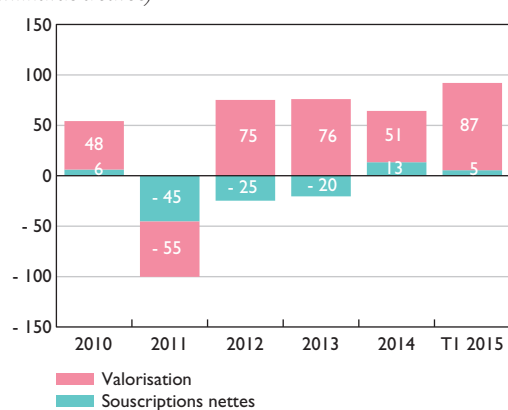
Source : Banque de France.

Annexe 3

Complément d'information

Souscriptions nettes et valorisation des titres d'OPC non monétaires français

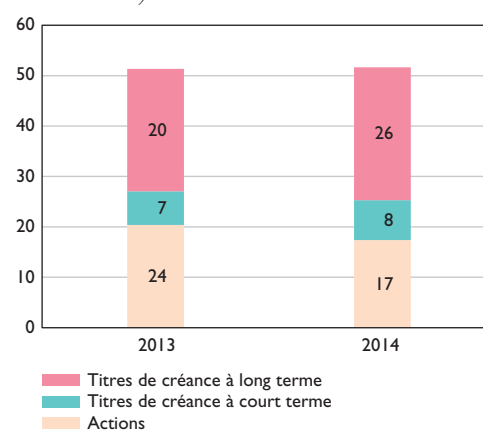
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

Financement des établissements de crédit résidents par les OPC non monétaires par type d'instrument

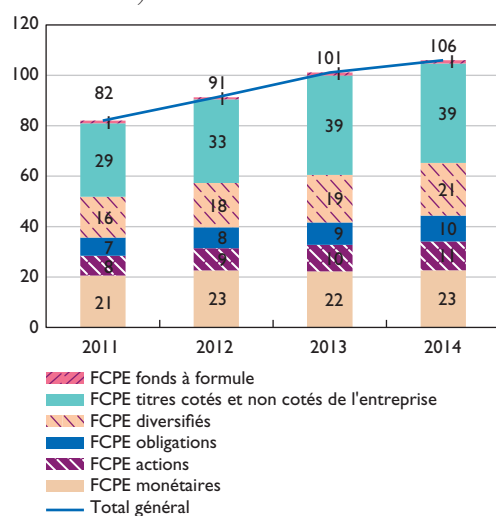
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

Actif net des FCPE en France par catégorie

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

Les entreprises d'assurance en France : évolution des placements en 2014

Pierre-Emmanuel DARPEIX et Gaël HAUTON

Secrétariat général de l'Autorité de contrôle prudentiel
et de Résolution
Direction des Études

Guillaume FERRERO et Vincent POTIER

Direction générale des Statistiques
Direction des Statistiques monétaires et financières

Sur l'année 2014, l'encours global des placements des entreprises d'assurance en France augmente de 213 milliards d'euros pour s'établir à 2 281 milliards d'euros en valeur de réalisation. Cette augmentation s'explique principalement par l'accroissement des plus-values latentes constatées sur les titres de créance dans un contexte de baisse marquée du taux de l'obligation assimilable du Trésor (OAT).

À fin 2014, les titres de créance représentent 72,9 % du portefeuille de placement des assureurs (contre 72,8 % fin 2013) alors que la part des actions (11,6 %) est en léger recul sur un an (11,8 % fin 2013).

Au terme de cette étude, il est possible de mettre en avant quelques constats relatifs à l'évolution des placements des entreprises d'assurance au cours de 2014.

La durée de vie résiduelle des titres de dette (8,5 ans) augmente de 2,4 mois et la part des actifs de court terme diminue de 0,3 point, pour revenir à 3,9 % du total des placements. Parallèlement, la part des titres de créance de bonne qualité continue à progresser dans le portefeuille.

Alors qu'un recentrage sur les contreparties nationales avait été observé jusqu'en 2012 dans le prolongement de la crise des dettes souveraines, l'examen de la répartition géographique confirme l'interruption de cette tendance depuis 2013 : la part des titres émis par des contreparties résidant en France est stable, légèrement en dessous de 45 %, et celle des titres émis en zone euro hors France diminue de 0,2 point à 29,1 %. Une augmentation de la part des placements réalisés en dehors de la zone euro (Union européenne hors zone euro et reste du monde) de 0,7 point est en revanche observée à 14,8 %.

En ce qui concerne la structure du financement de l'économie nationale, la part du secteur public se renforce (18,3 % en 2014, après 17,2 % en 2013) de même que celle des sociétés non financières (7 % en 2014 après 6,4 % en 2013). Ce mouvement se fait au détriment des titres des sociétés financières (17,2 % en 2014 après 19,3 % en 2013).

Même si les souscriptions de contrats en unités de compte (UC) ont été les plus fortes enregistrées depuis sept ans, ce type de produit ne draine toujours qu'une faible part de l'épargne des ménages résidents consacrée à l'assurance-vie (7 milliards sur 50 milliards d'euros en 2014) et ne modifie pas significativement la structure des placements (encours des contrats en UC de 275 milliards d'euros au lieu de 240 milliards d'euros en 2013).

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

Code JEL : G22

NB : Les auteurs tiennent à remercier Patrick Barré et Karine Jean pour l'important travail de collecte et de traitement des TCEP ainsi que Jean-Baptiste Feller pour les informations complémentaires fournies. Ils remercient également Laetitia Cassan et Cécile Chenesseau pour l'exploitation et l'enrichissement des bases de données ainsi que pour l'expertise statistique apportée.

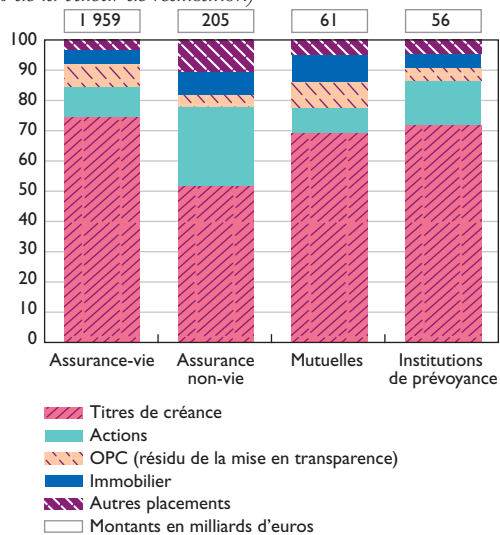
I | Les assureurs détiennent des titres d'échéance plus longue et présentant un risque plus faible

I | Légère diminution de la part des actifs de court terme

La part des titres de créance atteint 75,2 % de l'encours dans les placements des assureurs-vie et mixtes alors que les assureurs non-vie n'investissent dans ce type d'actifs qu'à hauteur de 52,2 % (cf. graphique 1) ¹. Les portefeuilles de ces derniers sont en revanche caractérisés par une proportion d'actions beaucoup plus importante : 26,3 %, contre 10 % pour les assureurs-vie et mixtes. Les institutions de prévoyance (IP) et les mutuelles ont des structures de placements relativement proches de celles de l'assurance-vie. Les mutuelles se distinguent toutefois des IP par l'importance de leurs actifs immobiliers (9,1 %, contre 4,4 %) et par une plus faible part de placements en actions (8,4 % contre 14,7 %).

Graphique 1 Allocation des actifs par type d'organisme à fin 2014

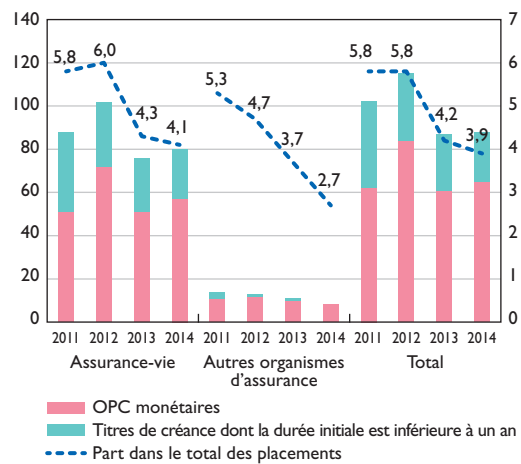
(en % de la valeur de réalisation)



Sources : Banque de France – ACPR, Tableau complémentaire à l'état détaillé des placements (TCEP) après mise en transparence (cf. annexe). Ces documents sont remis annuellement à l'ACPR par les organismes d'assurance, conformément à l'article A.344-3 du Code des assurances.

Graphique 2 Encours des parts d'OPC monétaires et des titres de créance de durée initiale inférieure à un an

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



Sources : Banque de France, ACPR, TCEP avant mise en transparence.

En termes d'évolutions, la part des actifs de court terme ² dans le bilan des assureurs-vie se réduit de 4,3 % à 4,1 % en 2014 (cf. graphique 2) malgré une augmentation de l'encours d'OPC monétaires (+ 6 milliards). Les autres organismes d'assurance réduisent leurs investissements en actifs de court terme de 11 milliards d'euros à 8 milliards. Au total, la part des actifs de court terme dans l'ensemble des bilans diminue de 4,2 % à 3,9 %.

L'allongement de la durée de vie résiduelle du portefeuille est une des réponses des assureurs à leur recherche de rendement dans un contexte de persistance d'une période de taux bas en 2014.

I | 2 Taux de coupon en baisse en dépit d'un léger allongement de la durée de vie résiduelle

Pour le portefeuille de titres de créance de l'ensemble des assureurs, le taux de coupon moyen poursuit sa baisse. Il atteint 3,9 % fin 2014 contre 4,0 % un an auparavant et 4,4 % à fin 2011, soit une baisse de

¹ Les assureurs-vie et mixtes représentent à eux-seuls 85,9 % du total des placements du secteur de l'assurance (1 959 milliards d'euros d'encours à fin 2014 sur un total de 2 281 milliards d'euros). En conséquence, la structure agrégée de l'encours du secteur reflète principalement les choix de portefeuille de cette catégorie d'organismes. Cf. annexe – rappel : caractéristiques des principaux types d'organismes d'assurance en France.

² Parts d'OPC monétaires et titres de créance de durée initiale inférieure à 1 an.

l'ordre de 60 points de base en 3 ans ³ (cf. tableau 1). L'allongement très modéré de la durée de vie résiduelle moyenne des titres, qui progresse en 2014 de 8,3 ans à 8,6 ans, n'a donc pas permis de contenir une érosion des rendements.

Ce fait est marquant pour le portefeuille des mutuelles, dont la durée résiduelle moyenne augmente de 0,5 an (six mois) alors que le taux de coupon s'effrite de 4,7 % à 4,5 % sur l'année. Pour cette catégorie d'organismes, toutefois, le taux de coupon moyen ⁴ se maintient à un niveau notablement supérieur à celui des autres catégories.

Tableau 1 Taux de coupon moyen et durée de vie résiduelle

(taux en %, durée en années)

	Taux de coupon moyen				Durée de vie résiduelle			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
Assurance-vie	4,4	4,2	4,1	3,9	8,3	8,4	8,3	8,5
Assurance non-vie	4,1	3,9	3,7	3,5	6,9	7,3	7,2	7,5
Mutuelles	4,6	4,7	4,7	4,5	9,1	10,0	10,8	11,3
Institutions de prévoyance	4,1	4,0	3,7	3,5	10,1	10,6	10,0	10,2
Total	4,4	4,2	4,0	3,9	8,3	8,4	8,3	8,6

Sources : Banque de France, ACPR, TCEP avant mise en transparence.

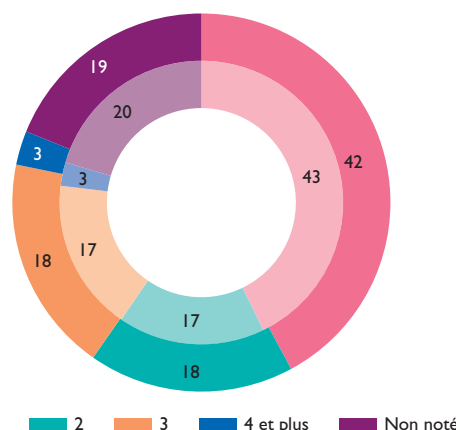
I | 3 Progression de la notation moyenne des titres en portefeuille

La part de titres de créance notés *investment grade* augmente

L'examen détaillé de la notation des titres de créance détenus par le secteur de l'assurance permet de donner un aperçu du risque de crédit qu'il supporte. À fin 2014, la proportion de titres de créance notés *investment grade* ⁵ poursuit sa progression à 78,2 % après mise en transparence, contre 76,9 % l'an passé.

Graphique 3 Portefeuille de titres de créance par échelon de qualité de crédit au 31 décembre 2013 et 2014

(en %)



Note :

Anneau intérieur (encours à fin 2013) : 1 505,3 milliards d'euros.

Anneau extérieur (encours à fin 2014) : 1 663,5 milliards d'euros.

Sources : Banque de France, ACPR, TCEP après mise en transparence.

La proportion des titres de créance éligibles aux opérations de politique monétaire s'érode en revanche légèrement à 78,4 % en 2014, contre 79 % en 2013. Concernant l'ensemble des titres notés dans l'étude ⁶, le montant des titres présentant le plus faible niveau de risque de crédit (catégorie 1) s'élève à 700,8 milliards d'euros (42,1 % du total des placements en titres de créance ou 51,9 % du montant des titres de créance notés, cf. graphique 3).

La part des titres notés est plus élevée pour les assureurs non-vie et vie (respectivement 85,7 % et 81,1 %, cf. tableau 2) que pour les autres types d'assureurs (72,9 % pour les mutuelles et 77,4 % pour les institutions de prévoyance). Dans le portefeuille des titres de créance notés des mutuelles, la part des titres de qualité de crédit égale à 1 est relativement plus faible (36,9 %) que chez les autres types d'assureurs.

³ Sur la même période, les taux de marché ont connu une baisse beaucoup plus significative. Par exemple, le taux des nouveaux emprunts d'État émis à 10 ans (OAT 10 ans, obligation assimilable du Trésor) est passé de 3,24 % au 1^{er} janvier 2012 à 0,84 % au 31 décembre 2014, soit une baisse de 240 points de base.

⁴ Le taux de coupon moyen considéré dans l'étude est un taux de rendement moyen calculé comme la moyenne des taux de coupon annuel des titres de créance détenus pondérée par les encours bruts en portefeuille.

⁵ Titres dont la qualité de crédit est égale à la catégorie 1, 2, 3, correspondant aux trois meilleures des six notations définies dans l'échelle harmonisée de l'Eurosystème (cf. annexe – méthodologie – paragraphe sur la notation des titres de créance). L'absence d'informations sur l'évolution de la notation de l'ensemble des titres de créance du marché de référence sur lequel interviennent les assureurs ne permet pas d'analyser la stratégie de réallocation de portefeuilles de ces derniers.

⁶ Une note a pu être attribuée à près des trois quarts des titres de créance recensés dans le cadre de l'étude. Pour le quart restant, il s'agit de titres soit sans notation, soit dont le code ISIN a été renseigné de manière erronée par l'établissement.

Tableau 2 Détenition des titres de créance notés par les assureurs, par échelon de qualité de crédit au 31 décembre 2014
(montants en milliards d'euros, poids et parts en %)

Type d'assurance	Titres notés par les agences choisies		Échelons de qualité de crédit			
	Montant	Poids	1	2	3	4 et plus
Assurance-vie	1 195,7	81,1	51,9	21,8	22,8	3,5
Assurance non-vie	91,8	85,7	55,5	20,0	22,4	2,2
Mutuelles	31,0	72,9	36,9	23,8	29,3	10,0
Institutions de prévoyance	31,2	77,4	55,9	20,8	20,2	3,1
Total	1 349,7	81,1	51,9	21,7	22,8	3,6

Sources : Banque de France, ACPR, TCEP après mise en transparence.
Tableau 3 Détenition d'obligations sécurisées par les assureurs à fin 2014, par zone géographique de la contrepartie émettrice
(montants en milliards d'euros, poids et parts en %)

Type d'assurance	Détenition d'obligations sécurisées		Dont émises par des contreparties		
	Montant	Poids	résidant en France	résidant dans la zone euro (hors France)	résidant hors zone euro (reste du monde)
Assurance-vie	106,4	7,2	57,5	30,4	12,2
Assurance non-vie	7,9	7,4	59,7	25,6	14,7
Mutuelles	2,9	6,8	84,2	12,9	2,9
Institutions de prévoyance	2,1	5,3	80,1	16,8	3,0
Total	119,3	7,2	58,7	29,4	12,0

Sources : Banque de France, ACPR, TCEP après mise en transparence.

Baisse de la part des obligations sécurisées dans les titres de créance

À fin 2014, l'encours des obligations sécurisées⁷ détenues par les assureurs diminue à nouveau pour atteindre 119,3 milliards d'euros contre 121,8 milliards d'euros un an plus tôt (cf. tableau 3) dans un contexte de recul du marché des obligations sécurisées depuis deux ans⁸. Elles ne représentent plus que 7,2 % des titres de créance (contre 8,1 % l'année précédente).

I | 4 Très forte croissance des plus-values latentes

Le montant global des plus-values latentes déclarées par les organismes d'assurance à fin 2014 s'établit

à 267,8 milliards d'euros (12,2 % de l'encours total des placements⁹, cf. graphique 4), soit une hausse de près de 75 % par rapport à fin 2013 (150,6 milliards d'euros de plus-values latentes à fin 2013 représentant 7,6 % de la valeur des placements). Cette augmentation massive du montant total des plus-values latentes (+ 117,2 milliards d'euros) résulte de plusieurs facteurs :

- une très forte croissance des plus-values latentes (+ 106,6 milliards d'euros) sur les titres de créance : elles atteignent 191,0 milliards d'euros à fin 2014 (13,1 % des placements en titres de créance) contre 84,4 milliards d'euros à fin 2013 (6,4 % de ces placements). Cette progression marquée est due à la décroissance continue des taux d'intérêt sur l'ensemble de l'année 2014 (par exemple, le taux

⁷ Les obligations sécurisées (covered bonds) sont des titres qui ont comme support des crédits immobiliers et qui bénéficient d'un mécanisme de protection contre la défaillance de l'émetteur, soit légal (par exemple, les obligations foncières françaises, et depuis la loi du 22 octobre 2010, les obligations de financement de l'habitat – OFH), soit contractuel.

⁸ L'encours européen de covered bonds serait passé de 2 811 milliards d'euros en 2012 à 2 601 milliards d'euros en 2013, puis 2 505 milliards d'euros en 2014 (source : European Covered Bond Council).

⁹ L'analyse de la catégorie « autres placements », composée essentiellement de crédits, dépôts et produits dérivés, n'est pas réalisée. Compte tenu de la nature des dépôts et crédit, l'analyse des plus-values latentes sur ces actifs n'est en effet pas pertinente. Concernant les produits dérivés, (notamment les instruments de couverture), l'analyse des plus- ou moins-values latentes sur ces portefeuilles ne peut être dissociée de celle des éléments couverts, or cette information n'est pas disponible. À noter que l'encours des placements considéré est mesuré en valeur de réalisation et non en valeur nette comptable (conformément aux conventions précédemment retenues).

ENCADRÉ I

Les assureurs français se maintiennent à la première place de la zone euro

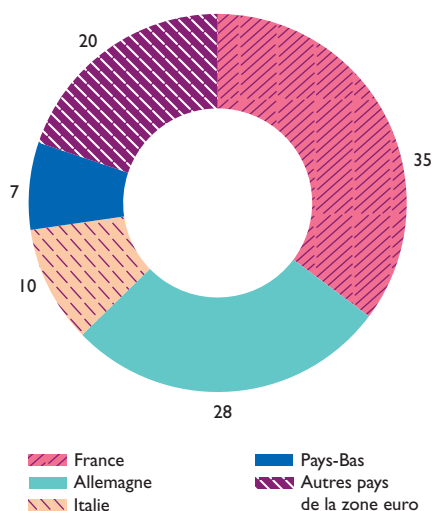
À la fin de 2014, les organismes d'assurance français occupent la première place de la zone euro en termes de taille de bilan (2 415 milliards d'euros) devant les entités allemandes (1 884 milliards d'euros)¹. La part de marché de la France s'élève à 35 % fin 2014 (stable par rapport à 2013) tandis que celle de l'Allemagne s'élève à 28 % fin 2014 (également stable par rapport à 2013). Cette situation peut s'expliquer en partie par une absence de fonds de pension en France. En effet, les produits de retraite privée existants (par exemple le plan d'épargne retraite populaire, PERP) sont gérés comme des produits d'assurance-vie.

Le portefeuille des assureurs français, avant mise en transparence, comporte une majorité de titres de créance (60 %). Au sein de la zone euro, cette spécificité est également observée chez les assureurs italiens (66 % de titres de créance). En France, les placements en titres d'OPC (21 %) et en actions (11 %) constituent une part structurellement importante du portefeuille. Les autres systèmes assurantiels européens allouent une part plus importante de leurs actifs à des opérations de prêts (14 % en Allemagne, 17 % aux Pays-Bas, contre 2 % en France) et plus faible aux titres de créance (17 % en Allemagne, 40 % aux Pays-Bas).

Le marché américain des assurances totalise 6 397 milliards d'euros d'encours fin 2014, soit 93 % du marché de la zone euro. Il est caractérisé par un investissement principalement en titres de créance (58 %) et en actions (27 %) et un faible poids des titres d'OPC (4 %).

Encours des organismes d'assurance en zone euro à fin 2014

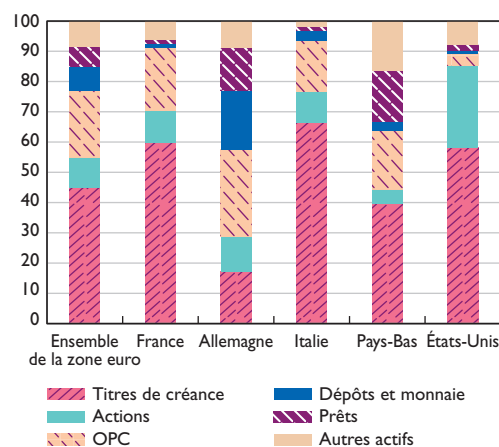
(en % du total)



Source : Banque centrale européenne.

Structures des placements des organismes d'assurance en zone euro et aux États-Unis à fin 2014

(en %)



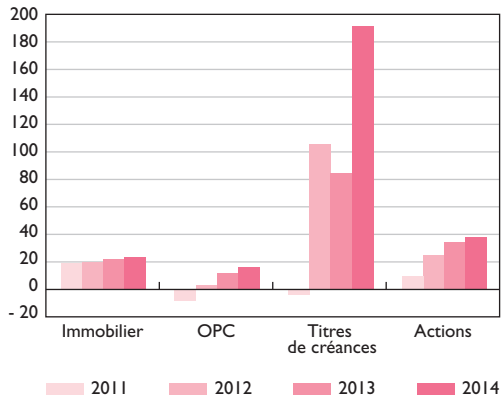
Note : Le montant des actions pour chaque pays comprend également les « autres participations », ces dernières ne pouvant pas être dissociées. Les « autres actifs » correspondent aux dépôts, espèces, produits dérivés, provisions techniques réassurées, prêts et actifs non financiers.

Sources : Banque centrale européenne et Système fédéral de réserve.

¹ L'état statistique utilisé pour cet encadré (reporting BCE avant mise en transparence) permettant de faire une comparaison internationale diffère de celui utilisé dans le reste de l'étude (États détaillés des placements – TCEP, non disponibles pour les autres pays européens) et sur lequel est par ailleurs appliqué un échantillonnage (cf. annexe, données de l'étude). Certains écarts peuvent ainsi être observés pour la France entre les deux sources de données : par exemple, les titres de créance représentent 60 % du total des placements ici contre 64 % via les TCEP avant mise en transparence.

Graphique 4 Plus ou moins-values latentes sur les différentes classes d'actifs de 2011 à 2014

(en milliards d'euros)



Note : Total des placements 2014 (incluant les « autres placements » non représentés sur le graphique) = 2 281 milliards d'euros en valeur de réalisation / 2 012 milliards d'euros en valeur nette comptable.
Sources : Banque de France, ACPR, TCEP avant mise en transparence.

à 10 ans des obligations d'État françaises est passé de 2,33 % en décembre 2013 à 0,92 % en décembre 2014) ;

- une hausse modérée des plus-values latentes sur les trois autres catégories de titres en 2014 (actions, immobilier et OPC) :

- + 3,9 milliards d'euros de plus-values sur les actions, dont le stock s'établit à 37,6 milliards d'euros (28,2 % des placements en actions), contre 33,7 milliards d'euros en 2013 (27,6 %),

- + 2,0 milliards d'euros de plus-values sur l'immobilier : 23,2 milliards d'euros (soit 21,6 % des placements immobiliers), contre 21,2 milliards d'euros en 2013 (21,0 %),

- + 4,8 milliards d'euros de plus-values sur les titres d'OPC : 15,9 milliards d'euros de plus-values sur les titres d'OPC (soit 3,2 % des placements en OPC), contre 11,1 milliards en 2013 (2,5 %) ¹⁰.

2| Les placements hors de France des assureurs augmentent

2| I Augmentation de la part des actifs intragroupe

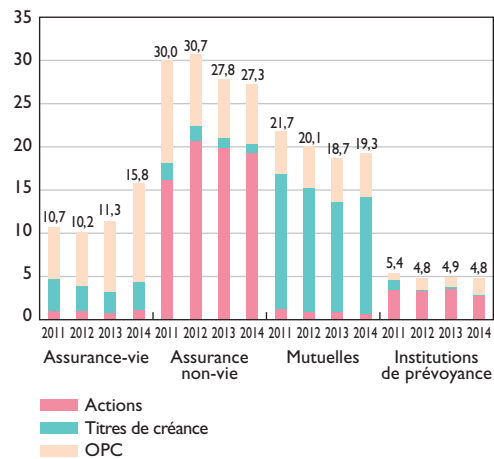
À fin 2014, les titres intragroupe ¹¹ représentent 16,7 % des placements des assureurs (correspondant à 380 milliards d'euros) contre 12,9 % l'année précédente (cf. graphique 5).

Cette augmentation globale est due à l'accroissement significatif de la part des OPC détenus par les sociétés d'assurance-vie et mixtes et gérés par d'autres sociétés du même groupe (de 8,1 % à 11,4 % ¹²).

Comme les années précédentes, la part des placements intragroupe demeure sensiblement plus importante

Graphique 5 Part dans le portefeuille des placements émis par une société du groupe, par type d'assureur et type d'actif entre 2011 et 2014

(en % de la valeur de réalisation)

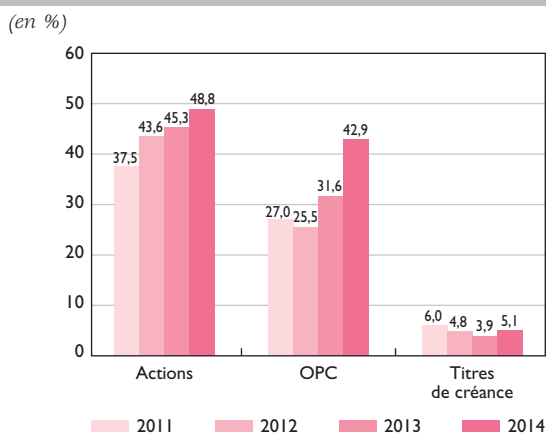


Sources : Banque de France, ACPR, TCEP avant mise en transparence.

¹⁰ Par rapport à l'étude sur les placements des assureurs en 2013, les chiffres 2013 ont été revus dans le présent document afin d'appliquer de façon uniforme la méthodologie retenue depuis 2012.

¹¹ La détention intragroupe a été évaluée sur la base des actions, des titres de créance et des titres d'OPC. Les autres types d'actifs, notamment immobiliers de type SCI ou SCPI, ont été exclus de cette analyse.

¹² Ces chiffres sont observés avant mise en transparence des OPC, qui peuvent placer en titres émis par les assureurs, en particulier ceux dont ils gèrent les fonds.

Graphique 6 Part des placements intragroupe sur les trois grands types d'actifs

Sources : Banque de France, ACPR, TCEP avant mise en transparence.

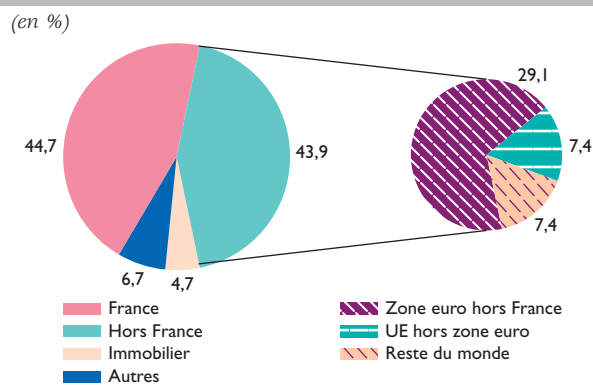
chez les assureurs non-vie, en dépit d'une baisse notable en 2013. En 2014, la part des placements intragroupe se réduit encore légèrement pour se situer à 27,3 %. Après trois ans de baisse, la part des titres intragroupe des mutuelles remonte de 18,7 % à 19,3 %, portée par une légère hausse des placements en titres de créance. Enfin, les institutions de prévoyance sont caractérisées par la plus faible proportion d'actifs intragroupe (4,8 %) ¹³.

Entre 2013 et 2014, la part des actifs intragroupe dans le portefeuille des assureurs augmente pour toutes les catégories d'actifs. À fin 2014, près de la moitié des actions et un peu plus de 5 % des titres de créance détenus par le secteur correspondent à des titres intragroupe (cf. graphique 6).

2 | 2 Diversification sectorielle des placements

Augmentation des placements hors zone euro

En 2014, les placements des assureurs ¹⁴ se tournent davantage en dehors de la zone euro. Ce déplacement géographique pourrait s'expliquer par un profil de rendement des actifs hors zone euro plus rémunérateur ¹⁵.

Graphique 7 Répartition géographique des titres détenus par les assureurs à fin 2014

Notes : Les rubriques « autres » et « immobilier » ne peuvent pas être ventilées géographiquement.

Total des placements ventilés = 2 281 milliards d'euros.

Sources : Banque de France, ACPR, TCEP après mise en transparence.

En 2014, la part des placements en France dans le portefeuille titres des assureurs est quasi stable à 44,7 % (-0,1 point) (cf. graphique 7). Les placements en zone euro passent de 29,3 % en 2013 à 29,1 % en 2014. En revanche, les placements dans l'Union européenne hors de la zone euro progressent de +0,3 point et les placements dans le reste du monde de +0,4 point ¹⁶. Par ailleurs, les parts de l'immobilier et des autres placements sont en légère diminution (-0,2 point pour chacun).

L'analyse des placements par type d'organisme révèle que la part des placements hors France a augmenté en 2014 pour les assureurs non-vie (de 27,4 % en 2013 à 29,8 % en 2014), les mutuelles (de 33,6 % en 2013 à 36,2 % en 2014) et les institutions de prévoyance (de 38,8 % en 2013 à 40,4 % en 2014), cette part étant stable pour les assureurs-vie à 45,7 % (cf. graphique 9).

Les administrations publiques désormais premier secteur bénéficiaire du financement de l'économie nationale par les assureurs

La part de l'ensemble du secteur public résident (État et autres administrations publiques) progresse de 17,2 % à 18,3 % à fin 2014, ce qui en fait, pour la première fois, le premier secteur bénéficiaire

¹³ Les proportions des titres de créance et d'OPC ont été révisées sur les échéances 2011 et 2012 pour corriger une déclaration erronée d'un organisme.

¹⁴ Après mise en transparence des OPC français détenus.

¹⁵ Notamment, les assureurs acquièrent des titres d'un émetteur situé hors de la zone euro dès lors que leur rémunération couvre également le risque de change supporté.

¹⁶ Certains placements ne peuvent être ventilés géographiquement (par exemple l'immobilier) du fait de l'absence d'un code ISIN permettant leur identification précise.

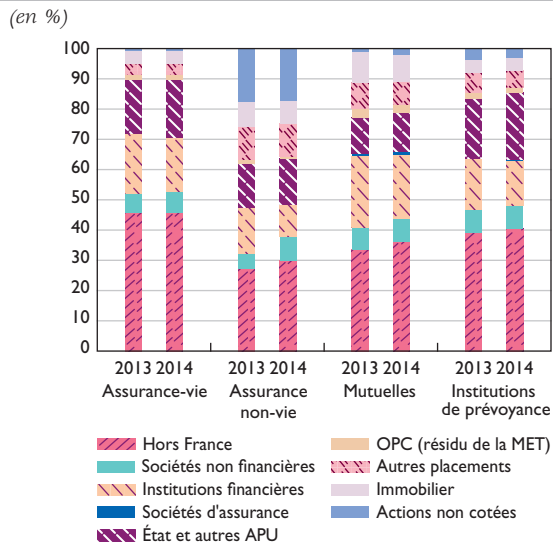
(cf. graphique 8 et tableau en annexe), devant les institutions financières. La part des titres d'État baisse légèrement (89,1 %, contre 89,8 % en 2013) alors que celle des autres administrations publiques augmente (10,9 % en 2014, après 10,2 % en 2013). Cette évolution d'ensemble est plus sensible pour les émetteurs français que pour les émetteurs du reste de la zone euro (la part de l'ensemble du secteur public représente 8,2 % du total des placements en zone euro hors France en 2014, après 8 % en 2013).

La part des financements alloués aux institutions financières résidentes est en net recul à 17,2 % en 2014, après 19,3 % en 2013 et 20,9 % en 2012. En additionnant les parts des placements en titres d'institutions financières dans l'ensemble de l'Union européenne, le total diminue de 36,4 % à 32,6 %.

Les sociétés non financières françaises voient en revanche croître leur part dans le total des placements des assurances, qui progresse de 6,4 % en 2013 à 7,0 % en 2014. Les différents canaux de financement mis en place par le gouvernement pour le financement des entreprises par les organismes d'assurance (fonds de prêts à l'économie, contrats euro-croissance – cf. encadrés) pourraient, à terme, avoir un impact encore plus significatif dans l'orientation des placements.

L'analyse des placements par catégories d'organismes fait état des mouvements inverses observés sur les titres d'institutions financières d'une part,

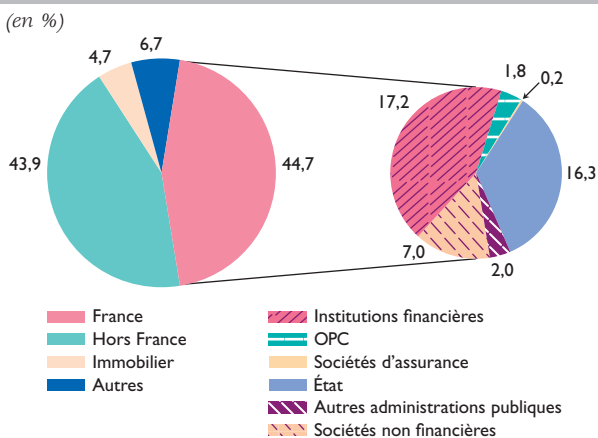
Graphique 9 Allocation sectorielle des placements en fonction du type d'assurance en 2013 et 2014



Note : MET = mise en transparence. Sources : Banque de France, ACPR, TCEP après mise en transparence.

du secteur public d'autre part, quels que soient le type et la catégorie considérée (cf. graphique 9). Les mutuelles présentent la spécificité de continuer à garder une part prépondérante de leurs placements en titres d'institutions financières (21,1 % en 2014). Les assureurs non-vie se distinguent par la forte hausse sur un an de leurs placements en titres de dette de sociétés non financières résidentes (de 4,9 % en 2013 à 8,1 % en 2014).

Graphique 8 Répartition sectorielle des placements des assureurs à fin 2014



Note : Total des placements = 2 281 milliards d'euros. Sources : Banque de France, ACPR, TCEP après mise en transparence.

2 | 3 Au sein de l'assurance-vie, une diversification toujours plus forte des placements investis en représentation des contrats en UC

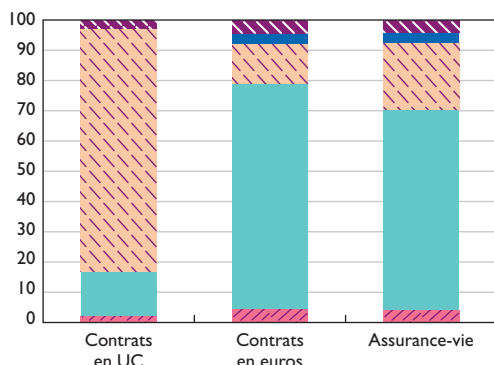
Les placements des assureurs-vie s'établissent à 1 959 milliards d'euros à fin 2014, dont 1 695 milliards en supports en euros (soit 86 %) et 265 milliards en contrats en UC (soit 14 %).

La mise en transparence des parts d'OPC détenues par les assureurs en représentation des deux types de supports – les parts d'OPC représentent 80,4 % du total des placements des contrats en UC et 13 % pour les supports en euros – permet de mieux apprécier la composition sous-jacente des portefeuilles (cf. graphique 10).

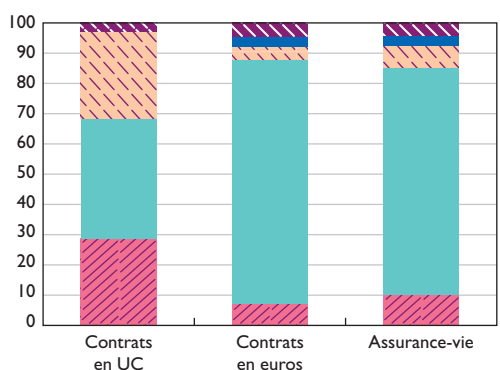
Graphiques 10 Allocation par classe d'actifs des placements des assureurs-vie en fonction du type de contrats en 2014

(en %)

a) Avant mise en transparence des OPC



b) Après mise en transparence des OPC



■ Actions ■ Titres de créance ■ OPC
■ Autres ■ Immobilier

Sources : Banque de France, ACPR, TCEP.

Les titres de créance représentent la majeure part des placements pour les supports en euros (80,7 %) et occupent une place plus limitée dans les contrats en UC (39,8 %). À l'inverse, les actions ne représentent que 7,1 % des placements des supports en euros, contre 28,7 % dans les contrats en UC. Le reliquat des parts d'OPC, notamment étrangers, dont la composition échappe à la mise en transparence, est plus important pour les contrats en UC (28,7 % du total) que pour les supports en euros (4,1 %).

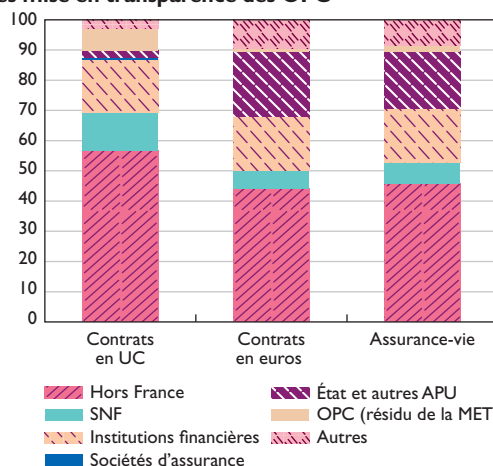
Ces différences de structure des placements permettent, pour les supports en euros, d'assurer une stabilité du portefeuille dans le temps garantissant aux assurés le taux de rémunération minimum des contrats ainsi que le capital initial et, pour les contrats en UC, une espérance de rendement plus élevé.

La répartition géographique des placements après mise en transparence par type de contrat montre que les portefeuilles des contrats en UC sont davantage orientés vers des actifs hors de France (56,8 % en 2014) que les supports en euros (44 %), notamment en zone euro (75,1 % des placements étrangers pour les contrats en UC, contre 64,5 % pour les supports en euros, cf. graphiques 11 et 12).

Graphique 11 Répartition sectorielle des placements des assureurs-vie en fonction du type de contrat

(en %)

Après mise en transparence des OPC



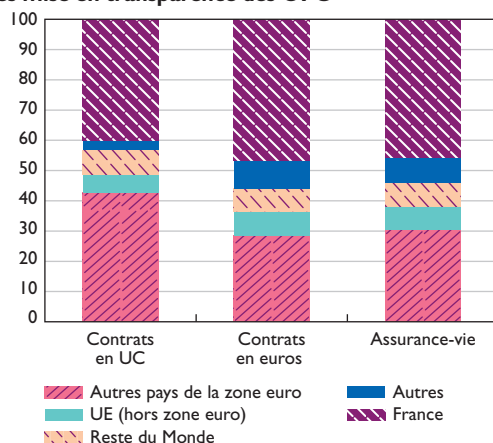
Note : MET = mise en transparence.

Sources : Banque de France, ACPR, TCEP après mise en transparence.

Graphique 12 Répartition géographique des placements des assureurs-vie en fonction du type de contrat

(en %)

Après mise en transparence des OPC



Sources : Banque de France, ACPR, TCEP après mise en transparence.

ENCADRÉ 2

Les fonds de prêts à l'économie

La réforme du Code des assurances d'août 2013¹ a assoupli les possibilités de prêts à l'économie par les assureurs en autorisant que ces actifs puissent servir en partie à la couverture des engagements réglementés. Ces opérations peuvent prendre la forme de prêts directs, ou indirects via l'acquisition de parts de fonds de prêts à l'économie (FPE). Structurés comme des organismes de titrisation, ces fonds peuvent investir dans des titres de créance publics ou privés des États membres de l'Union européenne. Les fonds « Novo », créés fin 2013 à l'initiative des assureurs et des pouvoirs publics, ont progressivement étendu la nature de leurs investissements, notamment en souscrivant à des placements privés d'entreprises de taille moyenne et intermédiaire, financement à moyen ou long terme entre l'entreprise et un nombre limité d'investisseurs qui relève d'un dispositif plus flexible que celui de l'offre au public (notamment des Euro-Placements Privés²), pour atteindre 742 millions d'euros fin 2014. Ils seront suivis par le lancement des fonds « Novi » dont la création a été annoncée en juin 2015. Leur objectif est une dotation de 580 millions d'euros à des fins d'investissement pour la croissance et l'innovation (fonds propres et dette) des PME-ETI.

Par ailleurs, le cadre réglementaire des FPE a été élargi en décembre 2014³. Le dispositif est désormais ouvert aux mutuelles et aux institutions de prévoyance. Les fonds peuvent par ailleurs investir dans des créances sur les entreprises individuelles, sur les structures intermédiaires (sociétés holding ou organismes de placement collectif immobilier).

Évolution du nombre et de l'encours des fonds de prêts à l'économie en 2014

Date	À fin janv. 2014	À fin sept. 2014	À fin déc. 2014
Nombre de FPE	2	5	13
Encours des titres émis (en millions d'euros)	26	368	884
Dont fonds Novo	26	349	742

Source : Banque de France.

1 Décret n° 2013-717 du 2 août 2013.

2 Cf. http://www.euro-privateplacement.com/index_fr.htm

3 Décret n° 2014-1530 du 17 décembre 2014.

ENCADRÉ 3

Les contrats d'assurance-vie
« euro-croissance »

Les contrats d'assurance-vie « euro-croissance » et « croissance » offrent au souscripteur l'espérance d'un rendement supérieur aux contrats en euros, avec une prise de risque plus faible que pour les contrats en unités de compte. Le niveau de la garantie contractuellement fixée au terme d'une durée d'au moins huit ans distingue les deux types de contrats (voir infra), qui, par ailleurs, fonctionnent de manière identique.

Le contrat euro-croissance (ou croissance) peut prendre la forme, au choix de l'épargnant, soit d'un contrat monosupport, où tout l'actif est investi sur un seul fonds euro-croissance, soit d'un contrat multisupports où l'actif comporte à la fois des supports en euros et/ou en unités de compte et un fonds euro-croissance (ou croissance).

Techniquement, la législation définit les fonds euro-croissance et croissance comme des « engagements donnant lieu à la constitution d'une provision de diversification¹ ». L'assureur répartit le capital investi par l'assuré dans ces fonds entre un montant permettant de garantir le capital au terme contractuellement fixé et un montant investi dans des actifs diversifiés, permettant d'espérer un rendement global plus attractif que celui des supports en euros.

Le capital investi dans un fonds euro-croissance est garanti à 100 % (correspondant aux primes versées moins les frais), au terme d'une durée d'au moins huit ans, définie contractuellement entre le souscripteur et son assureur. Si le capital est investi dans un fonds croissance, seul un pourcentage en est garanti au terme d'une durée d'au moins huit ans, mais pas la totalité. Le pourcentage du capital garanti et cette durée sont définis contractuellement entre le souscripteur et son assureur. En cas de rachat ou de décès du souscripteur avant cette période de huit ans, le capital ou la rente ne sont pas garantis et les revenus sont soumis à imposition.

La commercialisation des contrats euro-croissance a débuté en 2014². Les professionnels du secteur estiment que 70 % des acteurs du marché pourraient proposer des contrats euro-croissance d'ici à fin 2015.

1 Un fonds euro-croissance ou croissance se compose d'une provision mathématique et d'une provision de diversification. La provision mathématique correspond à la couverture de la partie sécurisée du fonds euro-croissance ou croissance, dont le but est d'assurer la garantie du capital au terme de la période choisie. Elle progresse en principe de façon régulière. La provision de diversification correspond à la couverture de la partie risquée du fonds euro-croissance ou croissance, dont la valorisation évolue au gré des marchés.

2 Les premiers contrats euro-croissance ont été lancés le 16 octobre 2014.

3| Les ménages augmentent leurs placements dans l'assurance-vie, produit d'épargne toujours attractif

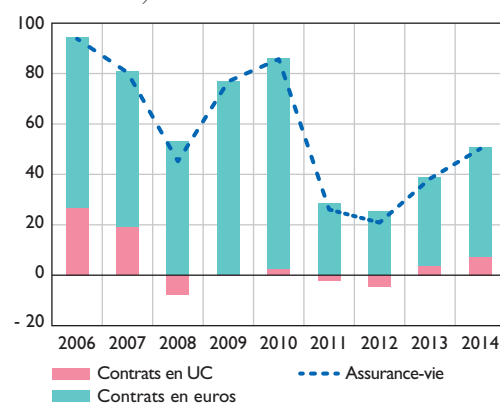
L'année 2014 est la meilleure année en termes de nombre de souscriptions de contrats d'assurance-vie enregistrées depuis 2010. Les souscriptions nettes ¹⁷ s'élèvent à 50,2 milliards d'euros en 2014 (cf. graphique 13), soit une hausse de 31 % en un an. Même si les souscriptions sur les contrats en unités de compte ont été les plus importantes enregistrées depuis sept ans, elles demeurent faibles au regard de ce qui était observé en 2006 et 2007.

Sur un total des flux nets de placements financiers des ménages de 74 milliards d'euros en 2014 (contre 71,1 milliards en 2013), les placements en assurance-vie représentent une très large majorité (68 % du total en 2014, après 55 % en 2013). Dans un contexte de taux bas persistants, l'attrait des contrats en assurance-vie peut s'expliquer par leur rémunération

toujours élevée par rapport à celle d'autres produits d'épargne ¹⁸, par leur fiscalité et les conditions de transmission préférentielles.

Graphique 13 Répartition des flux nets des placements des ménages résidents en assurance-vie

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France, comptes nationaux financiers, secteur des ménages résidents.

ENCADRÉ 4

En 2014, les arbitrages sur les contrats d'assurance-vie toujours favorables aux supports en euros

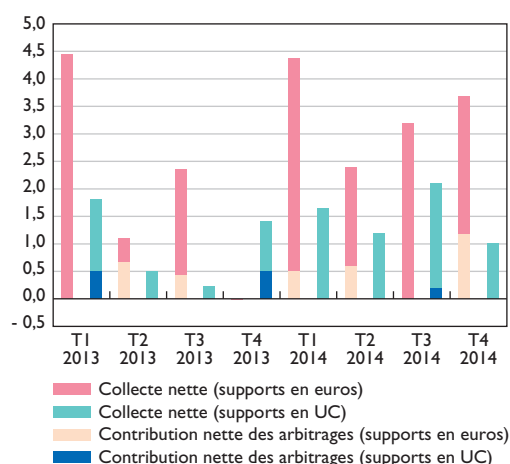
En 2014, le solde net des arbitrages entre supports (euros et UC), mesuré par la collecte conduite par l'ACPR sur les flux d'assurance-vie (périmètre des contrats rachetables ¹), est resté favorable aux supports en euros et atteint un peu plus de 2 milliards d'euros. Cette tendance structurelle en faveur des supports en euros peut s'expliquer en partie par des prises de bénéfices, qui peuvent être, dans le cas de certains contrats, le produit de mécanismes automatiques déclenchés périodiquement ou en fonction de l'atteinte d'objectifs fixés par avance (par exemple les clauses contractuelles de « sécurisation des plus-values » ou de « rééquilibrage entre supports »). Toutefois, les flux en faveur des UC ont pu en 2014 dépasser temporairement ceux en faveur des supports en euros, ainsi par exemple au troisième trimestre de l'exercice.

Le renforcement de la part des UC dans la collecte (nette des prestations) de l'assurance-vie, observé au cours de ces trois dernières années, ne provient donc pas d'opérations d'arbitrages

¹ Le périmètre couvert est l'ensemble des contrats rachetables des assujettis à la collecte « flux d'assurance vie » de l'ACPR représentant environ 95 % du marché. Les placements des 102 organismes concernés représentent plus de 88 % du total de l'étude.

Collecte nette en assurance et arbitrage entre supports

(en milliards d'euros)



Source : collecte de flux d'assurance-vie de l'ACPR.

.../...

¹⁷ Les souscriptions nettes prennent en compte la capitalisation des intérêts dans les contrats et la participation aux bénéfices.

¹⁸ Voir Rapport 2014 de l'Observatoire de l'épargne réglementée.

de l'euro vers l'UC, ni de la progression (modérée) des prestations versées sur les supports en euros (rachats totaux ou partiels, sorties en rentes). Cette tendance s'explique davantage par un changement de la structure des primes versées, qui profite aux supports en UC pour les nouveaux versements. Les primes collectées sur les supports en UC représentaient en effet 12,9 % du total collecté en 2012, puis 14,2 % en 2013 et ont atteint 17,8 % en 2014. Cette tendance se renforce encore au premier semestre 2015 (plus de 20 %).

Annexe

Méthodologie

Rappel : Caractéristiques des principaux types d'organismes d'assurance en France

Les assureurs-vie et mixtes gèrent la majeure partie des « contrats en euros » et l'ensemble des « contrats en unités de compte », produits d'assurance majoritairement utilisés comme support de l'épargne des ménages. Les assureurs non-vie couvrent la plupart des risques de dommages aux biens et des risques relatifs à la personne : ils prennent essentiellement des engagements à court terme (en moyenne un an) et règlent en général les dossiers de sinistres dans un délai inférieur à deux ans, à quelques exceptions près telles que la responsabilité civile ou l'assurance construction. Les assureurs-vie, mixte et non-vie sont pour leur part régis par le *Code des assurances*.

Les mutuelles, structures à but non lucratif, sont régies par le *Code de la mutualité* et agissent en complément de la sécurité sociale en proposant des assurances complémentaires, notamment de santé ou de retraite alors que les institutions de prévoyance, également structures à but non lucratif, sont régies par le *Code de la sécurité sociale* et gèrent des contrats collectifs d'assurance aux personnes, destinés aux salariés des entreprises.

Des différentes natures d'engagements, auxquelles s'ajoutent des contraintes réglementaires, découlent des structures de portefeuille d'actifs spécifiques pour chaque type d'assurance.

Données de l'étude

L'échantillon traité compte 477 organismes actifs en 2014 (contre 504 organismes dans l'étude précédente) détenant 2 281 milliards d'euros de placements en valeur de réalisation¹ au 31 décembre 2014 (plus de 99 % du total des placements du marché). Pour effectuer une comparaison avec les années 2012 et 2013, un échantillon a été fixé pour prendre en compte la non-remise des états (5 entités), les états non exploitables (6 entités) et les mouvements de fusion (absorption) de quelques organismes (16 entités) survenus entre 2013 et 2014. L'analyse repose principalement sur l'exploitation des tableaux complémentaires aux états des placements (TCEP) remis annuellement à l'ACPR par les organismes d'assurance, conformément à l'article A344-3 du *Code des assurances*. Ces tableaux comportent pour chaque ligne de titres détenue la valeur brute et nette au bilan ainsi que la valeur de réalisation au 31 décembre de l'année. Ces états ont été croisés avec les référentiels titres et émetteurs de la Banque de France enrichis des référentiels de la Banque centrale européenne pour les titres des non-résidents. Ces croisements permettent d'identifier la nature des titres, leur durée initiale ainsi que le secteur institutionnel de l'émetteur.

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

(encours des placements en milliards d'euros)

	Collecte 2014		Échantillon	
	Effectifs	En valeur de réalisation à fin 2014	Effectifs	En valeur de réalisation à fin 2014
Vie et mixte	90	1 960	83	1 959
Non-vie	169	217	139	205
Mutuelles	335	66	222	61
Institutions de prévoyance	38	57	33	56
Total	632	2 299	477	2 281

Source : Banque de France-ACPR.

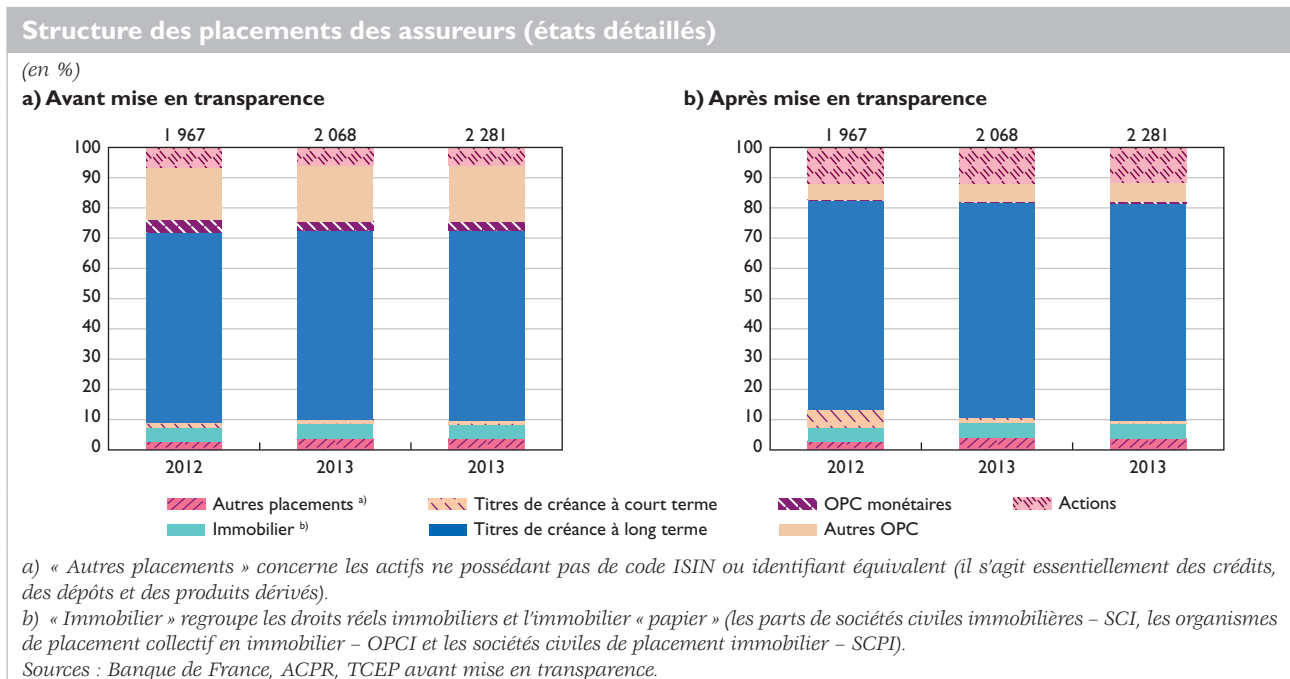
¹ La valeur de réalisation est la valeur de marché des placements des assureurs et comprend ainsi les plus ou moins-values latentes. Ces dernières sont calculées par différence entre la valeur de réalisation et la valeur nette comptable. Sauf mention contraire, les montants des placements sont reportés en valeur de réalisation dans toute l'étude.

Mise en transparence des OPC

La mise en transparence des titres d'OPC détenus par les assureurs est opérée en exploitant les bases de données de la Banque de France. Elle permet d'identifier les bénéficiaires finaux des investissements effectués : les titres d'OPC figurant dans les portefeuilles des assureurs sont ainsi remplacés par les titres dans lesquels ces OPC investissent.

Plus de 68 % des investissements des assureurs en titres d'OPC ont ainsi pu être répartis au terme de ce processus entre deux catégories d'instruments financiers sous-jacents : titres de créance (pour 60 % environ) et actions. Les 32 % restants des titres investis par les assureurs en OPC n'ont pu être répartis, ce qui explique qu'il reste une catégorie OPC à l'issue du processus de mise en transparence (cf. *infra* graphiques).

Ainsi, la part des actions (cotées et non cotées) détenues par les assureurs, est estimée à 5,9 % de leurs placements avant mise en transparence, et à 11,6 % après mise en transparence des OPC.



La notation des titres de créance

Fin 2014, après mise en transparence, 76,1 % des titres de créance détenus par les assureurs sont notés par les trois principales agences de notation Fitch Ratings, Standard & Poor's et Moody's à partir de leur code ISIN. Les notes des titres identifiés sous une autre codification (codification CUSIP par exemple) n'ont pas été exploitées : ces titres sont donc sans note. De plus, l'ensemble des titres sans note contient aussi les titres de créance non évalués par l'une des trois agences de notation et ceux dont les codes ISIN erronés rendent l'identification impossible.

L'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème établit les 6 échelons de qualité de crédit suivant :

Tableau de correspondance des échelons de qualité de crédit des trois principales agences de notation et échelle harmonisée de l'Eurosystème

Agences de notation	Notation harmonisée Eurosystème	Fitch	Moody's	Standard & Poor's
Échelons de qualité de crédit long terme (<i>credit quality steps – long term credit assessment</i>)	1	AAA à AA-	Aaa à Aa3	AAA à AA-
	2	A+ à A-	A1 à A3	A+ à A-
	3	BBB+ à BBB-	Baa1 à Baa3	BBB+ à BBB-
	4	BB+ à BB-	Ba1 à Ba3	BB+ à BB-
	5	B+ à B-	B1 à B3	B+ à B-
	6	CCC+ et inférieur	Caa1 et inférieur	CCC+ et inférieur
Échelons de qualité de crédit court terme (<i>credit quality steps – short term credit assessment</i>)	1	F1+	P-1	A-1+
	2	F1	P-2	A-1
	3	F2, F3	P-3	A-2, A-3
	4	Inférieur à F3	NP	Inférieur à A-3
	5			
	6			

Source : Système européen de banques centrales.

Répartition des placements à fin 2014 des assureurs, mutuelles et institutions de prévoyance, détaillée par nature de titre, secteur et zone de résidence des émetteurs, après mise en transparence des titres d'OPC en portefeuille

(en %)

	Titres de créance			Actions			OPC			Immobilier			Autres placements	Total général
	Court terme	Long terme	Total	Cotées	Non cotées	Total	Monétaires	Autres	Total	« Papier »	« Pierre »	Total		
France														
SNF	0,0	3,0	3,0	4,0		4,0			0,0			0,0	0,0	7,0
Institutions financières	0,8	16,0	16,8	0,4		0,4			0,0			0,0		17,2
OPC			0,0			0,0	0,4	1,5	1,8			0,0		1,8
Assurances		0,2	0,2	0,0		0,0			0,0			0,0		0,2
État	0,0	16,3	16,3			0,0			0,0			0,0		16,3
Autres APU	0,0	2,0	2,0			0,0			0,0			0,0		2,0
Autres secteurs		0,0	0,0			0,0			0,0			0,0		0,0
Total	0,8	37,5	38,3	4,5	0,0	4,5	0,4	1,5	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	44,7
Zone euro hors France														
SNF	0,0	2,9	2,9	1,9		1,9			0,0			0,0		4,9
Institutions financières	0,1	10,5	10,6	0,6		0,6			0,0			0,0		11,2
OPC			0,0			0,0	0,1	4,5	4,6			0,0		4,6
Assurances		0,2	0,2	0,1		0,1			0,0			0,0		0,3
État	0,0	7,9	8,0			0,0			0,0			0,0		8,0
Autres APU	0,0	0,2	0,2			0,0			0,0			0,0		0,2
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0			0,0			0,0	0,0	0,0
Total	0,1	21,8	21,9	2,7	0,0	2,7	0,1	4,5	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	29,2
UE hors zone euro														
SNF	0,0	0,9	0,9	0,4		0,4			0,0			0,0		1,3
Institutions financières	0,0	4,0	4,1	0,1		0,1			0,0			0,0		4,2
OPC			0,0			0,0		0,3	0,3			0,0		0,3
Assurances		0,0	0,0	0,0		0,0			0,0			0,0		0,0
État	0,0	0,2	0,2			0,0			0,0			0,0		0,2
Autres APU			0,0			0,0			0,0			0,0		0,0
Autres secteurs	0,0	1,3	1,3	0,0		0,0			0,0			0,0	0,0	1,3
Total	0,1	6,4	6,5	0,5	0,0	0,5	0,0	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	7,4
Reste du monde														
Total	0,0	5,7	5,7	1,5		1,5	0,0	0,2	0,2			0,0	0,0	7,4
Immobilier														
Total			0,0			0,0			0,0	3,1	1,6	4,7		4,7
Non identifié														
Total		0,4	0,4		2,5	2,5			0,0			0,0	3,8	6,7
Total général	1,0	71,9	72,9	9,1	2,5	11,6	0,4	6,5	6,9	3,1	1,6	4,7	3,9	100,0

Source : Banque de France, TCEP.

Séminaire G20 sur les méthodes d'évaluation de l'impact macroéconomique des réformes structurelles (Banque de France, 1^{er} juin 2015)

Bruno CABRILLAC, Sophie HAINCOURT et Sophie RIVAUD

Direction des Études et des Relations internationales et européennes

Service d'Études macroéconomiques et de synthèses internationales

Quand les marges de manœuvre des politiques monétaire et budgétaire sont limitées et que la croissance potentielle peine à retrouver ses niveaux d'avant-crise, les réformes structurelles prennent une importance particulière. La détermination de l'impact macroéconomique de ces réformes est un élément clé de leur crédibilité et de leur acceptabilité. L'engagement des pays du G20 de mettre en œuvre des réformes, assorti d'un objectif chiffré de croissance additionnelle (de 2 % à l'horizon 2018), en est une illustration.

Un séminaire consacré aux méthodes d'évaluation de l'impact macroéconomique de ces réformes s'est tenu à la Banque de France le 1^{er} juin dernier¹. Conjointement organisé avec la direction générale du Trésor, l'OCDE et le FMI, sous le patronage de la présidence turque du G20, il était ouvert à la fois aux responsables de politiques publiques et aux chercheurs. Différentes approches, théoriques et empiriques, ont été exposées, visant à évaluer l'impact sur la productivité, la croissance et l'emploi des réformes mises en œuvre sur les marchés des biens, des services et du travail, et permettant de s'interroger aussi bien sur leur effet à court terme que sur la diffusion internationale de cet impact.

Les débats ont d'abord porté sur les données et les outils utilisés, ainsi que sur la crédibilité de ces mesures d'impact pour l'économie politique. Philippe Aghion, qui était l'invité d'honneur, a montré que si le processus d'innovation pouvait accroître les inégalités de revenus, il accélérerait la mobilité sociale et la croissance de la productivité. Construire un écosystème favorable à l'innovation est donc un élément clé de renforcement des politiques structurelles favorables à la croissance.

En conclusion, les perspectives de recherche, les enjeux pour la crédibilité et l'acceptabilité des réformes aux niveaux national et international ont été débattus par Catherine Mann (chef économiste de l'OCDE), Jean-François Perrault, co-président du groupe de travail du G20 sur le cadre pour une croissance forte, soutenable et équilibrée, et Francis Kramarz (École polytechnique).

Mots clés : réformes structurelles, productivité, croissance potentielle, *spillovers* ou effets de diffusion, coordination internationale

Codes JEL : F42, F43, L16, L50, O33, O47

¹ Les supports de présentation du séminaire sont disponibles sur <https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/la-recherche/seminaires-et-colloques/seminaire-methodes-devaluation-de-limpact-macroeconomique-des-reformes-structurelles.html>

Dans leur introduction, Marc-Olivier Strauss-Kahn (directeur général des Études et des Relations internationales de la Banque de France), et Sandrine Duchêne (directrice générale adjointe du Trésor), ont souligné l'importance des réformes structurelles pour rehausser la croissance potentielle, notamment dans le contexte actuel de ralentissement des gains de productivité. Ces réformes ont souvent un coût visible pour certaines catégories de la population. Il apparaît donc essentiel que les impacts des réformes structurelles sur la croissance et l'emploi soient étudiés et débattus entre chercheurs et décideurs économiques afin de renforcer la crédibilité de ces réformes et leur acceptation, en assurant ainsi leur succès.

L'évaluation des impacts macroéconomiques de ces réformes est aussi au cœur des réflexions et de l'action des banques centrales. En effet, un *policy-mix* équilibré nécessite une évaluation adéquate de la croissance potentielle de l'économie ; à l'inverse, le *policy-mix* lui-même affecte cette croissance potentielle. Le dosage du *policy-mix* ne peut donc ignorer la question des politiques structurelles.

I | Impact de long terme des réformes structurelles sur le marché des biens et des services

Deux thèmes ont été traités lors de cette session : le ralentissement de la productivité totale des facteurs dans les économies avancées (Vikram Haksar, FMI) et l'évaluation macroéconomique des mesures structurelles de déréglementation des marchés (Gilbert Cette, Banque de France). Les discussions de ces présentations, faites par Dan Andrews (OCDE) et Erik Canton (Commission européenne), ont mis en lumière les difficultés d'estimation associées aux réformes structurelles : l'explicitation précise des canaux de transmission, les biais d'endogénéité dans les estimations, les nécessaires hypothèses/approximations liées au manque de données etc.

Selon Vikram Haksar, dans une étude portant sur les économies avancées, la croissance de la productivité globale des facteurs (PGF), la progression de la frontière technologique (*i.e.* de la productivité du pays ayant le niveau technologique le plus avancé)² et la vitesse de rattrapage à la frontière ont nettement baissé ces dernières années. Ces évolutions globales masquent en réalité des différences sectorielles fortes. La croissance de la PGF a ainsi fortement baissé dans les secteurs des services non marchands et de la distribution. Empiriquement, en utilisant en panel des données sectorielles, l'auteur trouve un effet particulièrement fort (et positif) de la part du travail qualifié, de la R&D et de l'utilisation des technologies de l'information et de la communication (TIC) sur la PGF mais aussi un effet négatif de la réglementation, notamment dans le secteur des services. Vikram Haksar recommande donc une déréglementation dans le secteur des services mais également un renforcement des investissements en R&D, TIC et capital humain, notamment pour redynamiser la frontière technologique et la vitesse de rattrapage à la frontière. Dans la discussion, Dan Andrews a remis en cause la notion de frontière utilisée dans l'étude : une approche au niveau des firmes montre que la productivité à la frontière technologique continue de croître mais que ses effets de diffusion sont décevants. Ensuite, et de façon plus fondamentale, Dan Andrews a contesté l'approche intrasectorielle utilisée. Une approche plus désagrégée au niveau des firmes serait plus appropriée et permettrait l'étude des gains de PGF liés aux réallocations intra-industries mais également inter-industries (notamment *via* une meilleure allocation du travail qualifié etc.).

Gilbert Cette a présenté ses derniers travaux réalisés avec Jimmy Lopez et Jacques Mairesse³ évaluant les effets sur la productivité globale des facteurs et les prix à la consommation des réglementations anti-concurrentielles des marchés des biens et du travail. Ces effets sont caractérisés à travers leur impact sur la création des rentes (à travers les prix de production) et leur partage (à travers la formation des salaires des travailleurs qualifiés et non qualifiés). Les auteurs ont notamment montré sur un panel de 13 pays et pour 18 secteurs, pour la période 1986-2007, en utilisant les indices de

2 0,3 % en moyenne sur la période 1997-2007 alors qu'elle était de 0,8 % sur la période 1983-1993.

3 "Product and labor market regulations, production prices, wages and productivity", NBER Working Paper No. 20563, octobre 2014.

réglementation de l'OCDE ⁴, que ces réglementations anti-concurrentielles ont un effet significatif sur les prix à la production et les salaires et influent de ce fait sur la PGF – de façon directe dans l'industrie considérée et indirecte dans les secteurs en aval de l'industrie considérée. Les effets directs viennent du fait que les entreprises protégées par la réglementation sont moins incitées à innover pour bénéficier de rentes d'innovation. Les effets indirects sont liés au fait que les entreprises protégées peuvent vendre leur produit à un prix plus élevé aux entreprises en aval, ces dernières ainsi privées d'une partie de leurs rentes d'innovation étant alors moins incitées à innover. Dans le même esprit, les réglementations sur le marché du travail modifient le partage de la valeur ajoutée en faveur des salaires, ce qui décourage l'innovation. Ces différents effets défavorables aux dépenses d'innovation abaissent les gains de PGF.

Dans un deuxième temps, cette analyse propose une évaluation de l'effet sur la PGF au niveau national (et donc sur le niveau du PIB) de programmes de réformes qui correspondraient à l'ajustement des réglementations sur les « meilleures pratiques » ⁵ observées en 2013. À long terme, cet impact sur le niveau de la PGF serait de plus de 4 % en moyenne, les effets les plus importants étant naturellement observés dans les pays qui sont au départ les plus éloignés des « bonnes pratiques », comme la France, l'Italie ou la République tchèque dans l'échantillon considéré. En dynamique, l'impact sur la croissance dépasserait dans ces pays 1/3 de point de pourcentage durant plusieurs années. L'impact de long terme sur le niveau des prix à la consommation serait négatif et assez réduit (un peu plus de 1 % dans les pays où il serait le plus élevé), correspondant un effet dynamique désinflationniste d'environ un demi-dixième de point au maximum.

Erik Canton et Dan Andrews se sont interrogés sur la pertinence d'utiliser les prix de production et les salaires pour évaluer la création et le partage des

rentes. Erik Canton a proposé d'utiliser plutôt les marges. Gilbert Cette a répondu que les marges étaient impactées certes directement à la hausse par les réglementations sur le marché des biens mais aussi à la baisse par les réglementations sur le marché du travail. Dan Andrews a demandé plus d'explications sur le lien entre les rentes et la PGF, notant que le processus d'innovation pouvait être largement indépendant de l'allocation des ressources et par exemple lié à un environnement social et culturel favorable.

2| Impact de long terme des réformes structurelles sur le marché du travail

Le marché du travail constitue traditionnellement un axe important en matière de réformes structurelles. Cette deuxième session s'est attachée à évaluer les mécanismes par lesquels des réformes sur le marché du travail peuvent accroître l'activité et l'emploi.

Partant d'un modèle de marché du travail à la Blanchard et Katz augmenté d'indicateurs reflétant les réglementations sur le marché du travail, construits par l'OCDE ⁶, Fabrice Orlandi (BCE) a rappelé les déterminants du chômage structurel pour les pays de l'Union européenne ⁷. Les estimations empiriques confirment que les réglementations sur le marché du travail ainsi que la fiscalité sur les salaires ont un effet très significatif sur le chômage structurel et confirment donc l'impact potentiel favorable des réformes. Les résultats empiriques de régressions statiques sur treize pays de l'Union européenne au cours de la période 1980-2012 indiquent une élasticité positive et significative entre coin fiscal et taux de chômage. Fabrice Orlandi analyse notamment dans quelle mesure des réformes spécifiques, telles que la réduction du coin fiscal sur le travail, peuvent faire reculer le taux de chômage structurel.

⁴ Les indices de l'OCDE utilisés sont les suivants : HT (harmonized tariff), PMR (product market regulation) et LMR (labour market regulation). Ces différents indicateurs permettent d'appréhender sous forme synthétique un large éventail de dispositions réglementaires appliquées dans l'ensemble des pays de l'OCDE. L'indice PMR – le plus utilisé – mesure les conditions réglementaires qui prévalent dans le secteur des services professionnels. Il couvre les dispositions réglementaires applicables à l'entrée et à l'exercice d'activités dans les secteurs des services comptables, juridiques, d'ingénierie et d'architecture, et a été estimé pour les années 1996, 2003 et 2008.

⁵ « meilleures pratiques » définies comme le niveau moyen des réglementations observées dans les trois pays où elles sont les plus basses.

⁶ Lawrence F. Katz et Olivier Blanchard, "Wage dynamics : reconciling theory and evidence", *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 89 (2), pages 69-74, mai 1999. Dans le modèle proposé par Orlandi, la demande de travail est augmentée d'indicateurs de politiques actives de marché du travail, alors que l'offre de travail est augmentée du coin fiscal, du taux de syndicalisation et du taux d'indemnisation du chômage.

⁷ Fabrice Orlandi, "Structural unemployment and its determinants in the EU countries", *European Commission Economic Papers* 455, mai 2012. Le chômage structurel y est défini comme le "Non-accelerating wage rate of unemployment" entrant dans le calcul de croissance potentielle des pays de l'Union européenne.

Une marge d'incertitude autour de ces résultats demeure toutefois, liée notamment au choix des indicateurs de réglementation du marché du travail et plus généralement aux choix méthodologiques. Les interactions entre réformes sont également des éléments à prendre en compte. Ces limites ont été soulignées par Stefano Scarpetta (OCDE), qui a également pointé le fait que ces travaux ignoraient les asymétries des impacts selon la période du cycle (*good times versus bad times*), et que les résultats étaient dépendants de l'horizon temporel des estimations.

Les réformes menées sur le marché du travail espagnol « *in bad times* » (Mario Izquierdo, Banco de España) mettent en lumière le fait que, même en phase de récession, les bénéfices de réformes structurelles sur le marché du travail subsistent. Les réformes mises en place en 2012 (flexibilité des salaires, refonte des contrats de travail) ont en effet permis de relancer l'emploi et donc la demande intérieure. Sur la base d'analyses empiriques fondées sur des données micro-économiques, Stefano Scarpetta observe que les réformes sur le marché du travail espagnol ont permis d'accroître la création d'emplois permanents. Les réformes du marché du travail s'opérant dans des cadres institutionnels nationaux différents, Mariya Aleksynska (Bureau international du travail) a rappelé l'importance des interactions entre institutions et réformes structurelles, et plus particulièrement la nécessité d'adapter les réformes à chacun des pays du G20. Elle a relativisé la pertinence des indicateurs de réglementation du marché du travail construits par l'OCDE, en pointant le fait qu'ils ne prenaient pas assez en compte le degré d'application de ces réglementations (en raison des exemptions ou du travail informel). Elle a également avancé l'idée que la relation entre le chômage et le degré de réglementation serait non linéaire, ce qui réduirait la pertinence d'estimations sur des données de panel. Masashi Saito (Banque du Japon) a apporté un éclairage sur la situation japonaise pour souligner l'importance de la prise en compte des évolutions démographiques dans l'élaboration des réformes du marché du travail et, dans ce cas, de cibler plus particulièrement l'offre de travail.

Orateur invité :

Philippe Aghion sur innovation et inégalités

Partant du constat que les inégalités de revenu ont progressé dans le monde, et plus particulièrement dans les pays avancés, Philippe Aghion a présenté des travaux portant sur l'effet de l'innovation sur les inégalités de revenu ainsi que sur la mobilité sociale⁸. Les auteurs développent un modèle schumpétérien de croissance, où celle-ci résulte d'innovations de la part d'innovateurs existants ou de nouveaux entrants. L'innovation accroît les inégalités de revenu car les innovateurs perçoivent des revenus plus élevés, *via* les rentes d'innovation, mais l'innovation stimule la mobilité sociale d'une part et d'autre part la croissance par le phénomène de création destructrice. Le modèle est appliqué à des données agrégées de l'économie américaine. L'impact de l'innovation sur les inégalités de revenu est vérifié sur la base de données de panel par États croisant les dépôts de brevets et la part du premier centile dans les revenus sur la période 1975-2010. Dans une deuxième étape, les auteurs utilisent des données intégrant des informations par agglomération afin d'analyser les effets de l'innovation sur la mobilité sociale. Enfin, Philippe Aghion a présenté des résultats issus de données individuelles de brevets croisées avec des données fiscales en Finlande, visant à comparer la mobilité sociale (mesurée par les revenus) des innovateurs comparée à celle des non-innovateurs⁹. Les résultats principaux des deux études indiquent que (i) le dernier (plus élevé) centile de revenu est positivement corrélé avec le degré d'innovation de l'État (alors que l'innovation est moins positivement corrélée avec des mesures plus larges de l'inégalité) ; (ii) l'innovation est positivement corrélée avec la mobilité sociale. L'innovation renforce donc, en apparence, l'inégalité de répartition des revenus au profit du premier centile. Mais, de fait elle accroît la mobilité sociale en accélérant la rotation au sein des plus riches et en favorisant un processus schumpétérien. L'enjeu de politique économique est donc bien de favoriser ce processus d'innovation.

8 Aghion-Akcigit-Bergeaud-Blundell-Hemous, "Innovation and Top Income Inequality", 2015.

9 Aghion-Akcigit-Toivanen "Living 'American dream' in Finland : the social mobility of innovators", 2015.

3| Expérience pays d'évaluation des réformes structurelles

Lors de cette session, Jungwook Kim (Korea Development Institute) a présenté les gains en termes d'activité (notamment en Corée) associés à la mise en œuvre de réformes de déréglementation en utilisant plusieurs indicateurs de réglementation : l'indice PMR de l'OCDE, mais aussi le *Regulatory Quality Index* (RQI) de la Banque mondiale. Dans une régression en panel sur les pays de l'OCDE, l'auteur trouve qu'une baisse d'une unité du niveau de réglementation (mesurée par le RQI de la Banque mondiale), permet d'augmenter le PIB réel par tête d'environ 0,2 point. Zia Qureshi (Banque mondiale) a corroboré l'importance de l'environnement réglementaire pour la croissance. Selon une étude récente¹⁰ de la Banque mondiale, les pays améliorant leur environnement réglementaire (l'amélioration de l'indice leur permettant de passer du dernier quartile au premier quartile) bénéficient d'un supplément de croissance annuelle du PIB par tête de 0,8 point de pourcentage.

La présentation de William Roos (direction générale du Trésor) a montré concrètement les difficultés d'estimation quantitative des gains macroéconomiques de deux réformes structurelles figurant dans la loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques (loi Macron) : la libéralisation du transport par autocar et la révision des tarifs des professions juridiques réglementées. Les réformes pro-compétitives influent sur l'économie par différents biais, (i) elles permettent d'augmenter le pouvoir d'achat des utilisateurs (entreprises et ménages), (ii) elles agissent sur les rentes dans les secteurs régulés (induisant des baisses de revenus pour certains ménages et certaines entreprises) et (iii) elles permettent des gains de productivité. Ces effets de demande (i) et (ii) dans le cas de la

création de lignes d'autocars¹¹ et de la révision des tarifs des professions réglementées du droit¹² font d'abord l'objet d'évaluations microéconomiques, en s'appuyant quand cela est possible sur des expériences proches mises en place dans d'autres pays, avant d'être intégrés dans un modèle utilisé par l'administration française (Mésange) pour obtenir une évaluation des effets macroéconomiques. Deux approches sont utilisées pour évaluer les effets d'offre (iii), c'est-à-dire prenant en compte l'impact de ces mesures sur la productivité : la méthode de Bourlès *et al.* 2010, utilisant le lien entre variations de l'indice PMR de l'OCDE et productivité, mais dont l'utilisation est délicate, notamment car cette élasticité moyenne peut ne pas être pertinente pour une mesure ne faisant varier qu'une sous-composante de l'indice PMR ; une méthode transitant par des variations de prix, exposée par Gilbert Cette lors du séminaire, qui offre une approche plus flexible, complète, et cohérente avec les effets de demande déjà évoqués. À nouveau, ces chocs d'offre sont introduits dans le modèle Mésange afin d'obtenir une évaluation macroéconomique bouclée.

Yuanfang Li (Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences) a décrit la réforme du système de retraite dans le secteur public chinois et les difficultés d'en évaluer l'impact. Le système de retraite en Chine est dual avec de fortes disparités entre les employés du secteur public, bénéficiant de retraites avantageuses, et ceux du secteur privé¹³. Les objectifs de la réforme sont non seulement d'assurer plus d'équité entre les travailleurs, mais aussi d'augmenter leurs incitations à la mobilité entre les secteurs public et privé et de garantir la soutenabilité des finances publiques. Zia Qureshi (Banque mondiale) a regretté l'absence de tentative de quantification des effets macroéconomiques, notamment avec les outils fournis par la Banque mondiale (bien qu'imparfaits les modèles ELG-CEG peuvent être utilisés ainsi que le modèle PROST (*Pension Reform Options Simulation Toolkit*)).

10 R. Divanbeigi et R. Ramalho, "Business regulations and growth", *World Bank Policy Research Working Paper* (forthcoming).

11 La création de lignes d'autocars agira sur le pouvoir d'achat de certains ménages et sur la rente du secteur ferroviaire – une partie des utilisateurs substitueront en effet l'utilisation du car à celle du train. L'impact est évalué en insérant des chocs dans le modèle macroéconomique Mésange, ici sous la forme d'une baisse de prix pour les ménages et d'une baisse des rentes équivalente dans le modèle macroéconomique Mésange.

12 La révision des tarifs des professions réglementées du droit aura également un impact sur le revenu de certains ménages ou les prix de certaines consommations intermédiaires utilisées par les entreprises. Au total la réforme est transcrite ici comme une baisse des prix pour les ménages et les entreprises utilisatrices de ces services, et symétriquement une baisse des rentes touchant pour moitié les ménages du dernier décile de revenu et pour moitié les entreprises du secteur concerné.

13 Les employés du secteur public qui bénéficient d'un taux de remplacement d'environ 90 % des derniers salaires (incitant les salariés à obtenir des avancements en fin de carrière), et d'un autre côté les employés du secteur privé qui bénéficient d'un taux de remplacement d'environ 50 % de l'ensemble des salaires perçus.

4| Impact de court terme des réformes structurelles ; effet du et sur le cycle économique

Les réformes structurelles ont pour objectif d'accroître la performance économique de long terme. Mais la matérialisation des bénéfices attendus de ces réformes peut prendre du temps, et à court terme déprimer la demande. Alain De Serres (OCDE) a présenté des travaux de l'OCDE visant à mesurer l'impact des réformes structurelles sur les composantes de la demande, ainsi que l'influence de l'environnement conjoncturel sur les canaux de transmission des réformes vers la demande. L'étude montre que, en période normale, l'impact à court terme des réformes sur la demande et la croissance est positif, l'effet positif sur le revenu et la richesse compensant la hausse de l'incertitude et de l'épargne. De plus, les politiques budgétaire et monétaire peuvent soutenir l'activité. Mais en période de faible demande et d'écart de production élevé, l'importance relative des canaux de transmission des réformes se modifie, l'incertitude engendrée par les réformes dominant les effets, amoindris, sur les revenus et la richesse. Cet impact peut être renforcé lorsqu'il y a des contraintes sur la politique budgétaire (endettement élevé) ou monétaire (situation de borne de taux d'intérêt nul). Dans ce cas, il faut cibler les réformes les moins douloureuses à court terme. Si l'impact des réformes structurelles peut être négatif à court terme, il ne l'est que de façon temporaire et marginale selon les résultats de simulations réalisées à l'aide du modèle QUEST et présentés par Jan int'Veld (Commission européenne).

Dans son intervention, Enisse Kharoubi (Banque des règlements internationaux) souligne que les situations de sous-activité n'ont pas toutes les mêmes caractéristiques. Des récessions « déséquilibrées » (provoquées notamment par des crises financières) auront un coût en réallocation sectorielle plus élevé, que les politiques budgétaire et monétaire pourront

plus difficilement atténuer¹⁴. Alex Izurieta (CNUCED) partage ce diagnostic, mais pour des raisons différentes. Il présente des résultats issus du modèle GPM¹⁵, où l'effet de certaines réformes peut être largement négatif, du fait d'effet multiplicateur négatif sur la demande. Il en conclue qu'en période d'activité faible, des politiques visant à renforcer la demande doivent impérativement être mises en place pour accompagner les réformes structurelles, sinon il y a un risque que l'effet macroéconomique positif repose excessivement sur des améliorations de compétitivité externe, non coopératifs.

5| Les retombées internationales des réformes structurelles

Lors de cette session consacrée aux retombées internationales des réformes structurelles, Benjamin Hunt (FMI) et Bruno Cabrillac (Banque de France) ont présenté une évaluation de ces retombées à l'aide de modèles macroéconomiques mondiaux.

En introduction de son intervention, Benjamin Hunt a présenté les principales propriétés du modèle G20MOD, conçu et développé par le FMI, utilisé notamment dans le cadre du G20 pour l'évaluation des retombées internationales des chocs nationaux de productivité et d'emploi engendrés par les stratégies de croissance développées par les pays membres dans le cadre du G20, stratégies essentiellement fondées sur des réformes structurelles¹⁶.

Benjamin Hunt a ensuite expliqué la méthodologie en deux étapes d'évaluation des impacts macroéconomiques des stratégies de croissance proposées par les pays membres dans le cadre du G20. Dans une première étape sont déterminés des effets exogènes calculés par l'OCDE : (i) des chocs de PGF engendrés par les réformes structurelles, (ii) des chocs sur l'offre de travail engendrés par les mesures prises pour augmenter les taux de participation, et (iii) des chocs sur l'investissement conformes aux engagements

14 Cf. par exemple Bech, Gambacorta et Kharroubi : "Monetary policy in a downturn : Are financial crises special?". Partant de faits stylisés, les auteurs montrent que les politiques monétaires accommodantes conduisent à une reprise plus forte dans le cas de crise non financière, mais que ce résultat n'est plus statistiquement vérifié en cas de crise financière. Le nécessaire désendettement des agents lors de crise financière explique pour partie ce résultat.

15 Global Projection Model développé par le FMI. GPM est un modèle estimé, de forme réduite, couvrant 85 % de l'économie mondiale. Outre son utilisation pour ses prévisions dans le cadre du World Economic Outlook, le FMI l'utilise pour élaborer des scénarios de risque.

16 Andrieu (M.) et al., "The flexible system of global models", IMF Working Paper No. 15/64. Le modèle G20MOD est un modèle semi-structurel avec un seul bien dont la consommation et l'investissement sont « microfondés » mais dont le commerce, l'offre de travail et l'inflation sont estimés via des formes réduites. Les politiques monétaires et budgétaires sont endogènes.

additionnels. Dans une deuxième étape, ces chocs exogènes sont introduits dans le modèle G20MOD. C'est de cette manière qu'a été calculé l'effet des stratégies de croissance présentées lors du sommet du G20 de Brisbane, entraînant une croissance additionnelle de 2,1 % à l'horizon 2018, légèrement au-dessus de l'objectif initial de 2,0 %. L'effet brut sur la croissance, sans dynamique internationale, est de 1,6 %, les interactions internationales à travers les flux de commerce rajoutent 0,3 point de croissance supplémentaire et les retombées internationales *via* les rattrapages de productivité contribuent à 0,2 point supplémentaire. G20MOD inclut en effet une dynamique de rattrapage de productivité particulièrement forte quand le choc de productivité affecte le pays qui est à la frontière de l'efficacité, c'est-à-dire dans le modèle les États-Unis. Les retombées internationales estimées à travers le modèle G20MOD expliquent donc environ 25 % de l'impact total en termes de croissance.

Bruno Cabrillac a ensuite présenté les travaux réalisés à la Banque de France sur le même thème¹⁷, mais en utilisant le modèle macroéconomique multinational NiGEM pour évaluer l'impact national et international de réformes conduisant à une déréglementation des marchés des biens et du travail et à une hausse des taux de participation. Les gains potentiels de productivité sont calibrés suivant la méthode de Cette *et al.* 2014 – présentée en session 1, dans laquelle il est supposé que les pratiques des pays rejoignent celles des trois pays ayant les meilleures pratiques mesurées par les indices OCDE et ces chocs sont introduits dans NiGEM. Les résultats de cette méthode en deux étapes, comme dans le cas précédent, mettent d'abord en évidence une triple hétérogénéité selon les économies : hétérogénéité des gains de productivité possibles, en fonction de la distance des différents pays à la frontière des meilleures pratiques, hétérogénéité des impacts macroéconomiques des gains de productivité, du fait de structures différentes des économies telle que modélisées dans NiGEM, et hétérogénéité des retombées internationales à travers le canal du commerce.

Si les réformes structurelles ont un impact globalement positif sur l'activité, y compris à court terme, cet effet n'est pas uniforme selon les pays et dépend des structures sous-jacentes des économies.

Plus une économie est flexible, plus elle bénéficie d'un choc de productivité interne ou dans d'autres pays. Les simulations menées dans NiGEM indiquent également un gain significatif à réaliser les réformes de façon simultanée.

En cas de chocs asymétriques (c'est-à-dire que les pays bénéficient de gains de productivité de taille différente car ils sont plus ou moins loin de la frontière d'efficacité), les pays plus flexibles – étant alors plus proches de la frontière – mettent en œuvre, comparativement, des réformes plus limitées, mais bénéficient de retombées positives plus fortes car leurs économies sont généralement plus flexibles. Bruno Cabrillac a également montré qu'il existait des interactions positives entre les réformes. Ainsi la mise en œuvre coïncidente de réformes permettant des gains de productivité et des hausses de taux de participation aura un impact supérieur en terme d'activité à la simple addition des effets sur le PIB associés aux gains de productivité d'une part et aux hausses de taux de participations d'autre part.

Benjamin Carton (Cepremap) et Riccardo Cristadoro (Banca d'Italia) ont rappelé les limites inhérentes à l'utilisation de modèles macroéconomiques ainsi que l'importance du contexte initial (notamment un environnement déflationniste, une politique monétaire et/ou budgétaire contrainte). Ils ont ainsi souligné les limites de l'approche imposée par ces modèles, une approche réductrice dans laquelle les réformes structurelles se traduisent uniquement en chocs affectant les facteurs de production (le capital, le travail ou la productivité). Or, les réformes structurelles peuvent par exemple engendrer une hausse de la variété des biens produits (et non seulement une baisse des prix des biens existants) et les effets en sont particulièrement difficiles à modéliser, même dans un modèle macroéconomique à plusieurs biens. Lorsque les réformes structurelles mises en place sont de nature institutionnelle, leur prise en compte dans les modèles est également délicate.

Riccardo Cristadoro s'est également interrogé sur l'impact de ces réformes pro-compétitives dans un contexte de déséquilibres mondiaux, demandant si ce type de réformes n'imposait pas une déflation réelle plus forte aux pays en déficit pour atteindre l'équilibre. Celui-ci recommande alors dans ce contexte la mise en

17 S. Rivaud, « Impacts macroéconomiques internationaux des réformes structurelles », *Bulletin de la Banque de France*, n° 200, 2^e trimestre 2015.

place de politiques séquencées et coopératives pour s'assurer que celles-ci favorisent un rééquilibrage de l'économie mondiale dont les coûts soient plus faibles et mieux distribués entre les pays.

Panel de conclusion

Le séminaire s'est conclu par une table ronde, réunissant Catherine Mann, chef économiste de l'OCDE, Jean-François Perrault, co-président du groupe « cadre pour la croissance » du G20 et Francis Kramarz, professeur à l'École polytechnique.

Catherine Mann a souligné plusieurs leçons à tirer des présentations de la journée. Tout d'abord, en ce qui concerne la stratégie en matière de recherches sur la quantification des réformes, elle a insisté sur la nécessité d'avoir une vue globale des réformes introduites simultanément, notamment en identifiant leurs interactions y compris avec les politiques macroéconomiques. Ceci implique d'analyser leur impact à la fois sur les prix et les quantités (productivité, emploi) ainsi qu'à travers leurs effets sur l'allocation des ressources entre les firmes et les ménages, tout en examinant comment ces impacts évoluent en fonction du cycle. Une telle stratégie doit reposer davantage sur des données d'entreprises et par catégorie de ménages, même si on doit rester conscient des limites de ces données (par exemple sur l'absence de mesure des prix au niveau des entreprises). En outre, pour essayer d'élargir le champ des réformes structurelles dont les impacts macroéconomiques peuvent être quantifiés, il faut développer des méthodologies empiriques permettant de prendre en compte les effets de politiques publiques ou d'institutions qui ne sont pas mesurées ou observées de manière régulière ou qui de par leur nature varient peu au cours du temps. Ceci implique des approches alternatives à l'identification de modèles à effets fixes, en privilégiant celles qui permettent également de modéliser de manière plus précise les interactions entre les différentes réformes. En second lieu, en ce qui concerne l'objectif final des réformes structurelles, il ne doit plus seulement être déterminé par l'impact sur le PIB par tête, car on doit également prendre en compte leurs effets redistributifs.

Concernant plus particulièrement l'agenda du G20, l'objectif de croissance additionnelle de 2 % à l'horizon de cinq ans illustre l'importance que les autorités politiques attachent à la quantification de l'impact macroéconomique des stratégies de réformes, et

l'utilité en termes de crédibilité des engagements qu'apporte cette quantification, en dépit des inévitables incertitudes méthodologiques soulignées tout au long de cette journée. Il y a donc une forte demande politique pour améliorer et fiabiliser les méthodes et les techniques de quantification. Les institutions nationales et internationales ont le devoir de répondre à cette demande, notamment en favorisant des travaux de recherche en ce sens. La quantification d'un objectif commun est aussi un élément clé de la qualité et de l'efficacité de la coopération économique internationale. Dans ce cadre, un effort particulier doit être fait pour améliorer notre compréhension des retombées internationales des stratégies de réforme.

Jean-François Perrault a partagé les commentaires de Catherine Mann. Il a rappelé la genèse de la coordination des politiques économiques au sein du groupe cadre pour la croissance du G20, né en pleine crise financière. Dans ce contexte, marqué par un choc majeur et universel, la coordination des politiques macroéconomiques s'est avérée plus facile et plus efficace qu'on ne pouvait l'anticiper. Mais au fur et à mesure d'une sortie de crise progressive et divergente selon les pays, la coordination des politiques de demande est devenue plus délicate et des équilibres parétiens plus difficiles à trouver, d'autant que les diagnostics sur la situation conjoncturelle ont aussi divergé. C'est dans ce contexte et sur la base d'un diagnostic partagé du ralentissement et de l'insuffisance de la croissance potentielle que la coordination au sein du G20 s'est recentrée sur les politiques structurelles. Cette évolution a naturellement, comme le soulignait Catherine Mann, débouché sur la définition d'objectifs quantifiés globaux de ces stratégies et notamment de leurs interactions internationales. La demande politique a anticipé l'existence d'outils et de méthodologies suffisamment avancés, de sorte que la méthodologie utilisée pour évaluer ces stratégies de croissance, quoiqu'étant à la frontière de la recherche empirique, a été sollicitée au-delà de ce qu'elle pouvait donner. Il faut être attentif à ce que cela ne crée pas une confiance exagérée dans ces évaluations ce qui pourrait avoir pour effet de porter atteinte à leur crédibilité et à celle de ces stratégies de réforme. Jean-François Perrault a par ailleurs convergé avec Catherine Mann sur les priorités pour améliorer ces évaluations d'impact : prendre en compte les inégalités, étudier la variation des impacts avec le cycle, mieux évaluer leurs retombées internationales.

Tirant les leçons des difficultés d'évaluation des impacts macroéconomiques, Francis Kramarz s'est situé sur un autre plan en se demandant si la détermination de ces impacts *ex ante* était vraiment importante pour l'acceptabilité des réformes. Pour surmonter l'opposition des perdants, il faut non seulement limiter leurs pertes, mais s'appuyer sur une prise de conscience des gagnants. L'impact macroéconomique n'est qu'un élément secondaire de cette prise de conscience. Il faut au contraire essayer de mettre en

œuvre des réformes, parfois peu ambitieuses avec des impacts macroéconomiques limités, mais dont il est facile de démontrer qu'elles vont changer la vie de ceux qui vont en bénéficier. Pour illustrer ce propos, Francis Kramarz s'est inspiré d'exemples concrets tirés du cas français. Il a ainsi cité les réformes à faire en matière de permis de conduire, de déréglementation des transports par autobus, de politique du logement et *a contrario* les effets pervers de la loi Royer (réglementant l'extension de la grande distribution).

Situation économique générale

1	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France	S3
2	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France (NAF rév. 2, données CVS)	S4
3	Indices des prix à la consommation	S5
4	Compétitivité de l'économie française	S6
5	Balance des paiements — Principales composantes (données trimestrielles) — France	S7
6	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 mixte)	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

25	Taux d'intérêt	S27
26	Liquidité bancaire et refinancement — Zone euro	S28
27	Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires	S29
28/29	Titres de créances négociables — France	S30/S31
30	Titres d'OPC — France	S32
31	Émissions de titres de dette et d'actions cotées par les résidents français	S33
32	Émissions de titres de dette et d'actions cotées des résidents français par secteur émetteur	S34

Autres statistiques

33	État des défaillances d'entreprises par secteur — France	S35
34	Systèmes de paiement de masse — France	S36
35/36	Systèmes de paiement de montant élevé — Union européenne	S37/S38
37	Systèmes de paiement de montant élevé — France	S39

Notice méthodologique

S41

Séries chronologiques

S49

Avertissement

En janvier 2015, la Lituanie a rejoint la zone euro, portant à dix-neuf le nombre des pays participants.

Sauf indication contraire, toutes les séries de données intégrant des observations relatives à 2015 ont trait à l'Euro 19 (la zone euro intégrant la Lituanie) pour l'ensemble des séries chronologiques. En ce qui concerne les taux d'intérêt, les statistiques monétaires et l'IPCH, les séries statistiques relatives à la zone euro tiennent compte des modifications de la composition de la zone.

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)

	2015						
	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août
Évolution de la production par rapport au mois précédent ^{a)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	2	4	2	6	2	1	3
Denrées alimentaires et boissons	-1	7	7	18	3	6	0
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	3	2	1	-1	-2	-4	1
Industrie automobile	23	-3	8	14	17	-7	16
Autres matériels de transport	5	12	9	-8	10	9	14
Autres produits industriels	-1	3	-1	5	0	1	0
Production pour les prochains mois ^{a)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	4	4	4	6	4	1	5
Denrées alimentaires et boissons	8	7	7	9	7	6	5
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	2	0	4	5	5	3	7
Industrie automobile	0	5	8	9	6	-4	0
Autres matériels de transport	8	8	5	10	3	4	-3
Autres produits industriels	5	5	5	7	3	2	7
Évolution des commandes de l'industrie manufacturière par rapport au mois précédent (ensemble) ^{a)}							
Globales	1	5	6	9	3	5	5
Étrangères	2	4	6	7	4	4	4
Niveau du carnet de commandes ^{a)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	0	2	4	4	5	6	8
Denrées alimentaires et boissons	-1	4	8	3	7	9	5
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	-14	-12	-9	-9	-12	-9	-6
Industrie automobile	3	4	8	13	16	14	11
Autres matériels de transport	54	54	57	58	59	55	58
Autres produits industriels	-2	0	1	1	2	3	6
Niveau des stocks de produits finis ^{a)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	5	4	4	3	4	3	4
Denrées alimentaires et boissons	3	-1	2	9	8	8	6
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	5	4	7	8	5	5	2
Industrie automobile	5	5	6	4	4	3	6
Autres matériels de transport	6	12	10	9	8	10	8
Autres produits industriels	5	3	2	0	1	1	4
Taux d'utilisation des capacités de production ^{b)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	76,5	76,7	76,6	76,9	77,2	76,9	77,3
Évolution des effectifs (ensemble de l'industrie manufacturière) ^{a)}							
Par rapport au mois précédent	0	-1	0	0	-1	-1	-1
Au cours des prochains mois	-2	-2	-2	-2	-1	0	0
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie ^{c)}							
	97	97	98	99	98	98	98

a) Données exprimées en solde des opinions. Les séries de prévision sont corrigées du biais lorsque celui-ci est statistiquement significatif.

b) Données exprimées en pourcentage

c) L'indicateur du climat des affaires résume le jugement des industriels sur la situation conjoncturelle. Plus il est élevé, plus l'appréciation est favorable. L'indicateur est calculé selon la technique de l'analyse en composantes principales à partir des données de l'enquête lissées sur trois mois. Par construction, sa moyenne est égale à 100.

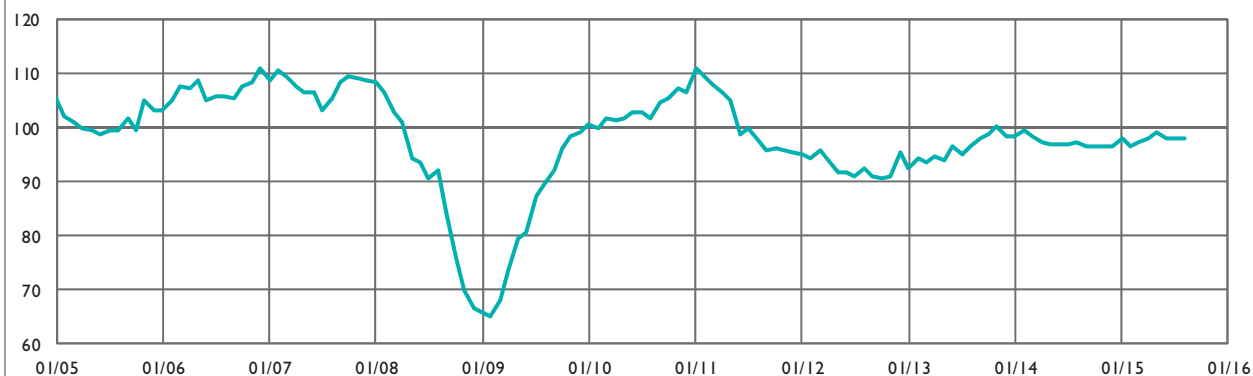
Source : Banque de France

Réalisé le 23 septembre 2015

Figure 2
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (NAF rév. 2, données CVS)

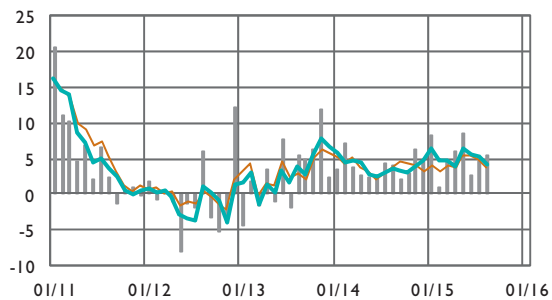
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = 1981- dernier point)



Commandes ^{a)}

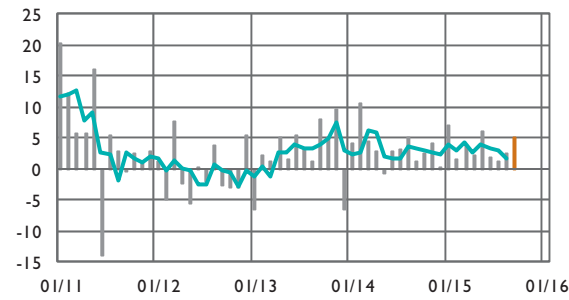
(solde des opinions ; variation mensuelle)



- Commandes globales
- Commandes globales (moyenne mobile sur 3 mois)
- Commandes étrangères (moyenne mobile sur 3 mois)

Production ^{a)}

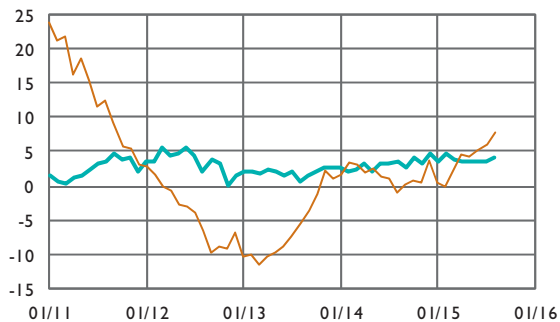
(solde des opinions ; variation mensuelle)



- Production passée
- Production passée (moyenne mobile sur 3 mois)
- Production prévue (série corrigée du biais statistique observé)

Stocks et carnets de commandes ^{a)}

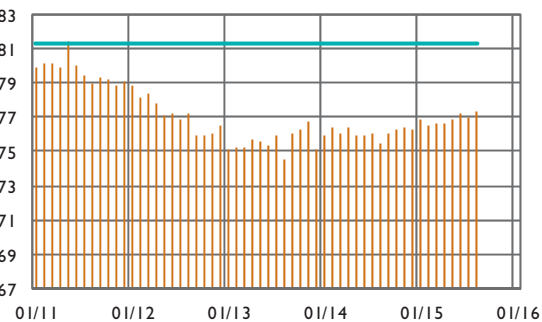
(solde des opinions ; par rapport à un niveau jugé normal)



- Stocks
- Carnets

TUC dans l'industrie ^{a)}

(en %)



- TUC
- Moyenne de longue période depuis 1981

a) Industrie manufacturière

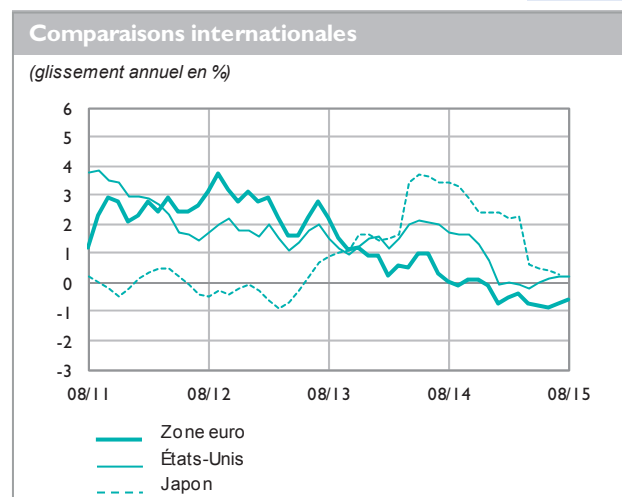
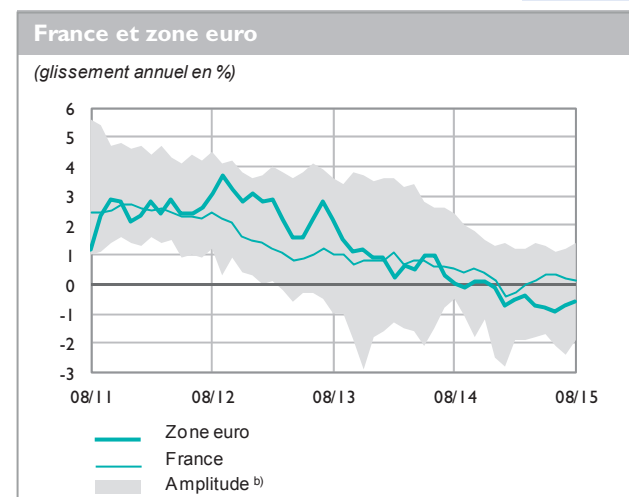
Source : Banque de France

Réalisé le 23 septembre 2015

Figure 3
Indices des prix à la consommation ^{a)}

	(glissement annuel)									
	2014	2015								
	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	
France	0,1	-0,4	-0,3	0,0	0,1	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1
Allemagne	0,1	-0,5	0,0	0,2	0,3	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1
Italie	-0,1	-0,5	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4
Zone euro	-0,1	-0,7	-0,5	-0,4	-0,7	-0,8	-0,9	-0,7	-0,6	-0,6
Royaume-Uni	0,5	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Union européenne	-0,1	-0,5	-0,3	-0,1	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0
États-Unis	0,8	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
Japon	2,4	2,4	2,2	2,3	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	nd

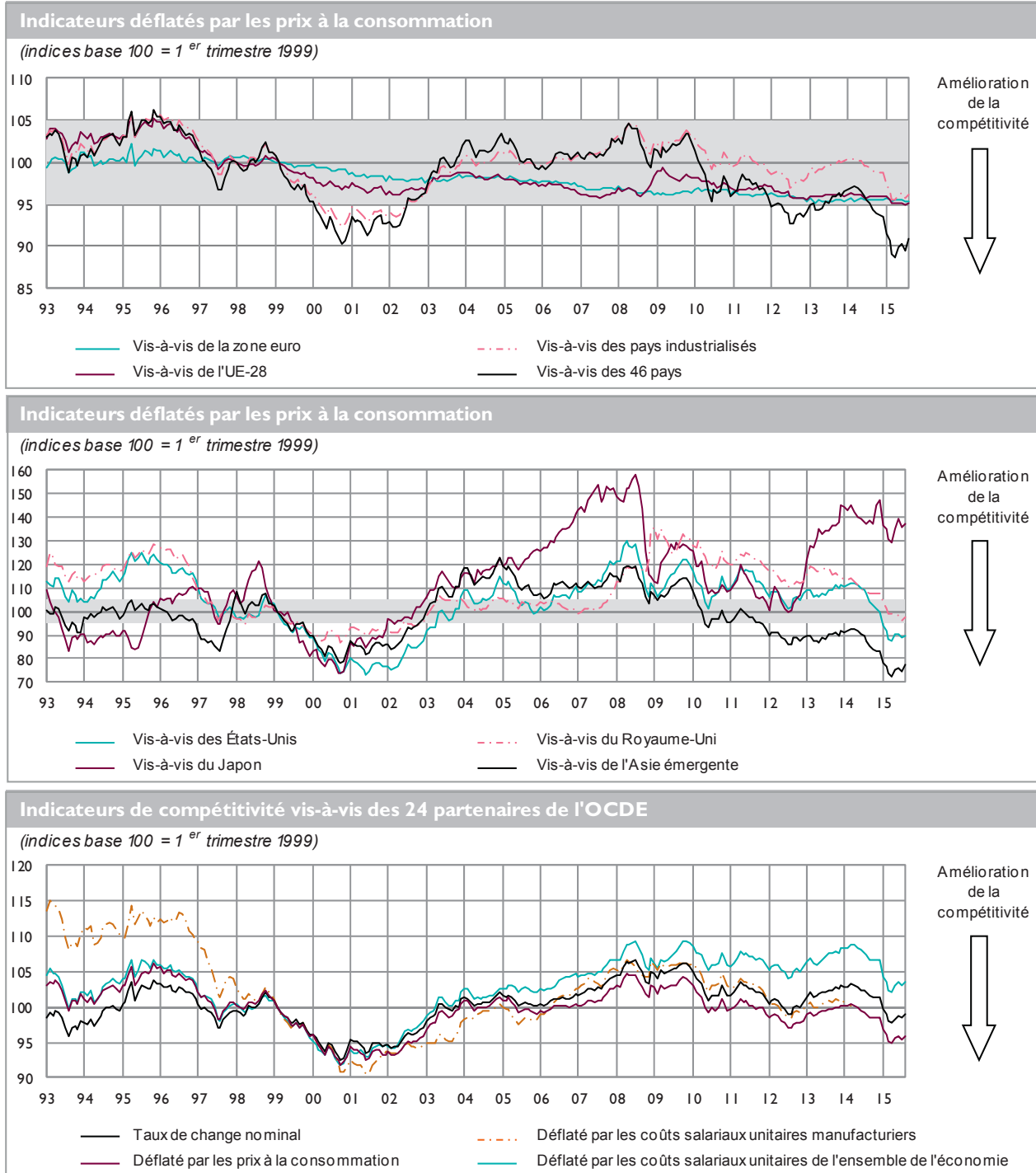
	(moyenne annuelle)			(variation mensuelle)					
	2012	2013	2014	2015					
				mars	avril	mai	juin	juil.	août
France	2,2	1,0	0,6	0,7	0,1	0,2	-0,1	-0,5	0,4
Allemagne	2,1	1,6	0,8	0,5	-0,1	0,1	-0,2	0,3	0,0
Italie	3,3	1,3	0,2	2,1	0,4	0,2	0,2	-2,0	-0,1
Zone euro	2,8	1,9	0,4	0,9	0,1	0,7	-0,1	-0,7	0,0
Royaume-Uni	2,8	2,6	1,5	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,2	0,3
Union européenne	2,6	1,5	0,6	0,9	0,3	0,2	0,0	-0,5	0,0
États-Unis	2,1	1,5	1,6	0,6	0,2	0,5	0,4	0,0	-0,1
Japon	0,0	0,4	2,7	0,4	0,4	0,3	-0,2	-0,1	nd



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)

Figure 4
Compétitivité de l'économie française



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

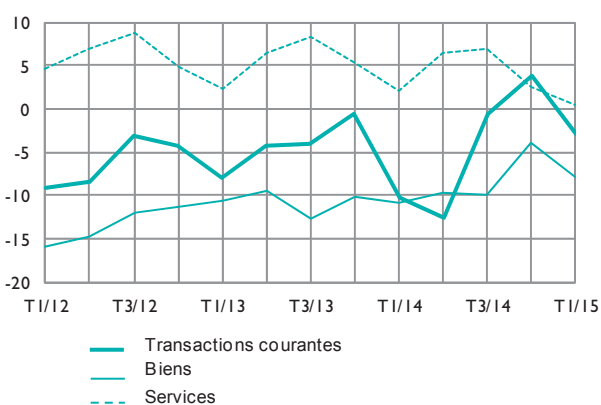
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2013	2014	2014				2015
			T1	T2	T3	T4	
Compte de transactions courantes	-17,1	-19,7	-10,2	-12,7	-0,6	3,7	-2,9
Biens	-43,0	-34,6	-11,0	-9,8	-9,9	-4,0	-7,9
Services	22,4	17,8	2,0	6,4	6,9	2,5	0,5
Revenus primaires	47,9	44,5	14,5	4,9	10,9	14,2	19,2
Revenus secondaires	-44,4	-47,4	-15,7	-14,2	-8,5	-9,0	-14,7
Compte de capital	1,9	2,2	0,8	0,0	0,8	0,6	0,9
Compte financier	-17,8	-10,9	-23,1	-9,3	5,6	15,9	-21,8
Investissements directs	-13,5	20,9	-3,3	3,3	10,5	10,3	12,3
Français à l'étranger	11,8	26,3	14,2	2,2	0,0	9,9	17,2
Étrangers en France	25,3	5,4	17,5	-1,2	-10,6	-0,4	4,9
Investissements de portefeuille	-60,6	-7,4	-35,4	10,3	-8,5	26,3	-15,7
Avoirs	44,7	77,2	42,0	46,4	-16,7	5,5	71,2
Engagements	105,3	84,6	77,4	36,1	-8,1	-20,8	86,9
Instruments financiers dérivés	-16,8	-23,9	-0,7	-4,7	-11,6	-6,9	10,9
Autres investissements ^{a)}	74,5	-1,2	14,8	-19,5	17,4	-13,9	-31,6
Avoirs de réserve	-1,5	0,7	1,6	1,3	-2,2	0,0	2,3
Erreurs et omissions nettes	-2,7	6,7	-13,7	3,4	5,4	11,5	-19,9

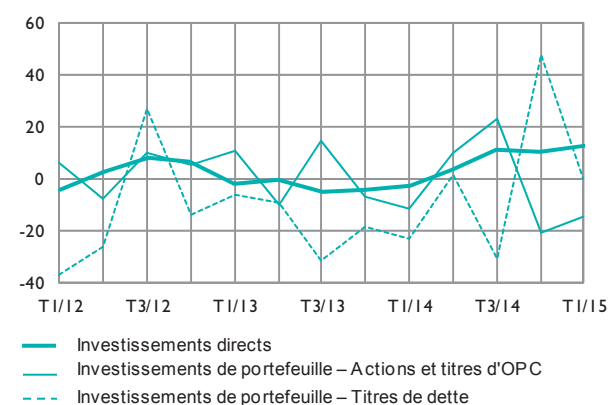
Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



La balance des paiements est publiée conformément au 6^e Manuel de balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts.

Figure 6
Compte de transactions courantes – Principales composantes – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2013	2014	2014				2015
			T1	T2	T3	T4	
Compte de transactions courantes	-17,1	-19,7	-10,2	-12,7	-0,6	3,7	-2,9
Biens	-43,0	-34,6	-11,0	-9,8	-9,9	-4,0	-7,9
Exportations	438,6	440,4	109,3	108,9	105,8	116,3	112,8
Importations	481,6	475,0	120,3	118,7	115,7	120,3	120,6
Marchandises générales	-61,0	-55,2	-15,3	-14,7	-14,6	-10,5	-12,9
Négoce international	18,0	20,6	4,3	4,9	4,8	6,5	5,1
Services	22,4	17,8	2,0	6,4	6,9	2,5	0,5
Exportations	193,1	208,0	46,0	53,6	56,2	52,2	48,2
Importations	170,7	190,2	44,0	47,2	49,3	49,6	47,7
Services de fabrication fournis sur des intrants physiques détenus par des tiers	0,1	1,1	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3
Services d'entretien et de réparation	1,3	1,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3
Transports	-1,3	-2,4	-0,7	-0,6	-0,4	-0,6	-0,4
Voyages	10,2	6,6	0,4	3,3	3,7	-0,7	-1,3
Bâtiments et travaux publics	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Services d'assurance et de pension	0,6	1,7	0,0	0,6	0,5	0,6	0,1
Services financiers	5,4	6,2	1,5	1,5	1,6	1,5	1,4
Commissions pour usage de propriété intellectuelle	1,8	1,5	0,0	0,4	0,3	0,8	0,6
Services de télécommunication, d'informatique et d'information	-1,0	-1,3	-0,2	-0,5	-0,2	-0,4	-0,4
Autres services aux entreprises	5,6	3,4	0,5	1,1	0,8	1,0	-0,2
Services personnels, culturels et récréatifs	-1,1	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Services des administrations publiques	0,5	0,5	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
Services divers							
Revenus primaires	47,9	44,5	14,5	4,9	10,9	14,2	19,2
Rémunérations des salariés	16,8	17,5	4,4	4,4	4,4	4,3	4,7
Revenus des investissements	21,5	17,7	2,6	0,4	6,7	8,1	4,7
Investissements directs	37,2	37,2	3,6	14,1	7,6	11,8	5,7
Investissements de portefeuille	-16,1	-19,7	-1,1	-13,5	-1,0	-4,0	-0,9
Autres investissements ^{a)}	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	0,2	-0,3
Avoirs de réserve	0,5	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres revenus primaires	9,7	9,3	7,5	0,2	-0,2	1,8	9,8
Revenus secondaires	-44,4	-47,4	-15,7	-14,2	-8,5	-9,0	-14,7
Administrations publiques	-30,0	-28,2	-11,6	-6,4	-5,2	-5,0	-11,3
Autres secteurs	-14,5	-19,2	-4,1	-7,8	-3,2	-4,1	-3,5
dont envois de fonds des travailleurs	-8,4	-8,9	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
Compte de capital	1,9	2,2	0,8	0,0	0,8	0,6	0,9

La balance des paiements est publiée conformément au 6^e Manuel de balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts

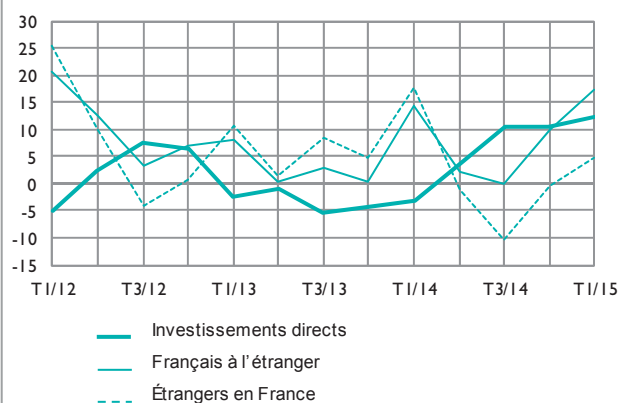
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2013	2014	2014				2015
			T1	T2	T3	T4	
Compte financier	-17,8	-10,9	-23,1	-9,3	5,6	15,9	-21,8
Investissements directs	-13,5	20,9	-3,3	3,3	10,5	10,3	12,3
Français à l'étranger	11,8	26,3	14,2	2,2	0,0	9,9	17,2
<i>dont capital social</i>	11,1	14,3	8,8	-2,4	5,6	2,3	11,0
Étrangers en France	25,3	5,4	17,5	-1,2	-10,6	-0,4	4,9
<i>dont capital social</i>	25,9	13,5	3,8	4,9	-3,2	8,0	6,0
Investissements de portefeuille	-60,6	-7,4	-35,4	10,3	-8,5	26,3	-15,7
Avoirs	44,7	77,2	42,0	46,4	-16,7	5,5	71,2
<i>Actions et titres d'OPC</i>	33,5	11,4	-12,8	20,2	8,8	-4,8	13,1
<i>Titres de dettes à long terme (plus d'un an)</i>	30,2	52,2	29,8	21,1	-14,0	15,3	42,3
<i>Titres de dette à court terme (moins d'un an)</i>	-18,9	13,6	25,0	5,1	-11,5	-5,0	15,8
Engagements	105,3	84,6	77,4	36,1	-8,1	-20,8	86,9
<i>Actions et titres d'OPC</i>	27,2	12,1	-1,2	10,9	-14,0	16,4	28,3
<i>Titres de dettes à long terme (plus d'un an)</i>	51,6	75,1	67,0	27,6	-4,9	-14,5	46,8
<i>Titres de dette à court terme (moins d'un an)</i>	26,5	-2,7	11,6	-2,4	10,8	-22,7	11,7
Instruments financiers dérivés	-16,8	-23,9	-0,7	-4,7	-11,6	-6,9	10,9
Autres investissements ^{a)}	74,5	-1,2	14,8	-19,5	17,4	-13,9	-31,6
Avoirs de réserve	-1,5	0,7	1,6	1,3	-2,2	0,0	2,3
Erreurs et omissions nettes	-2,7	6,7	-13,7	3,4	5,4	11,5	-19,9

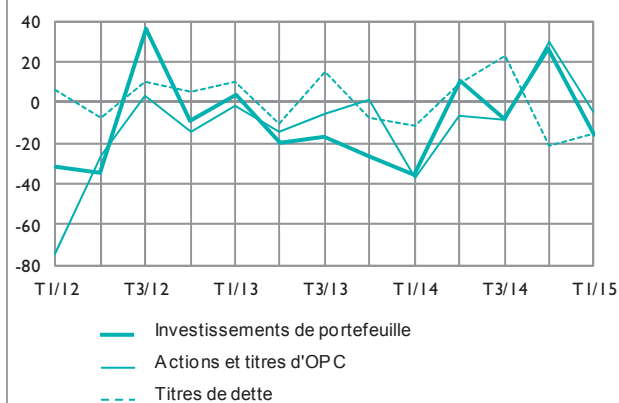
Investissements directs – soldes

(données brutes en milliards d'euros)



Investissements de portefeuille – soldes

(données brutes en milliards d'euros)



La balance des paiements est publiée conformément au 6^e Manuel de balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts.

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

(données brutes en milliards d'euros)

	1 ^{er} trimestre 2015					
	UEM ^{a)}	UE28 hors UEM ^{b)}	USA	Japon	Suisse	Chine
Compte de transactions courantes	5,4	-0,6	2,2	0,0	3,5	nd
Recettes	112,1	6,8	16,0	2,5	10,7	5,5
Dépenses	108,4	7,4	14,1	2,7	7,3	nd
Biens	-3,4	-0,2	-0,2	-0,9	-0,3	-6,7
Recettes	60,5	5,6	7,6	1,2	2,9	4,3
Dépenses	63,9	5,7	7,9	2,0	3,2	11,0
Services	-2,0	-0,7	0,5	0,3	1,0	-0,1
Recettes	24,3	0,9	5,6	0,7	3,4	1,0
Dépenses	26,3	1,5	5,1	0,4	2,4	1,1
Revenus primaires	20,9	0,3	2,0	0,6	3,2	nd
Recettes	27,2	0,3	2,8	0,8	3,6	0,2
Dépenses ^{c)}	6,0	0,0	0,8	0,1	0,4	nd
Revenus secondaires	-10,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,1
Recettes	2,1	0,0	0,3	0,0	0,8	0,0
Dépenses	12,2	0,1	0,3	0,1	1,3	0,1
Compte financier						
Investissements directs	9,0	-0,8	0,5	0,5	1,6	-0,1
Français à l'étranger	14,9	-0,4	-0,4	0,5	0,8	0,2
Étrangers en France	5,9	0,4	-0,8	0,0	-0,9	0,3
Investissements de portefeuille – Avoirs ^{d)}	47,4	0,0	22,2	-5,5	0,2	2,0
Actions et titres d'OPC	12,1	0,0	-1,0	-1,6	-0,1	2,1
Titres de dette à long terme (plus d'un an)	17,8	0,0	21,5	-0,5	0,2	-0,1
Titres de dette à court terme (moins d'un an)	17,4	0,0	1,7	-3,5	0,1	0,0
Autres investissements ^{e)}	-25,0	-3,1	-20,5	-6,6	7,7	-5,3

La balance des paiements est publiée conformément au 6^e Manuel de Balance des paiements.

a) 18 pays membres.

b) Danemark, Royaume-Uni, Suède, Institutions européennes et nouveaux pays membres (République tchèque, Hongrie, Lituanie, Pologne, Bulgarie, Roumanie, Croatie).

c) Ventilation géographique des revenus d'investissements de portefeuille estimée à partir des données centralisées par le FMI (Coordinated Portfolio Investment Survey) ; données non disponibles pour la Chine.

d) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements.

e) Opérations de prêts et emprunts.

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2015			
	avril	mai	juin	juil.
Compte de transactions courantes	-1,8	-6,7	4,6	-0,4
Biens	-0,9	-2,8	-0,3	-1,3
Services	1,5	1,3	2,7	2,1
Revenus primaires	1,1	-2,1	4,9	1,3
Revenus secondaires	-3,5	-3,1	-2,7	-2,5
Compte de capital	-0,1	0,1	0,0	0,0
Compte financier	-9,3	-17,0	7,2	-9,7
Investissements directs	2,4	-4,3	5,9	-5,6
<i>Français à l'étranger</i>	2,5	-2,9	7,6	5,6
<i>Capital social</i>	0,7	-4,8	6,9	3,7
<i>Bénéfices réinvestis</i>	0,8	0,8	0,8	0,8
<i>Autres opérations (prêts intragroupe)</i>	1,0	1,1	0,0	1,1
<i>Étrangers en France</i>	0,1	1,4	1,7	1,2
<i>Capital social</i>	0,2	2,6	0,6	1,0
<i>Bénéfices réinvestis</i>	0,6	0,6	0,6	0,6
<i>Autres opérations (prêts intragroupe)</i>	-0,7	-1,8	0,6	-0,3
Investissements de portefeuille	34,2	-5,9	-37,8	22,5
Avoirs	11,9	11,9	-29,3	6,0
<i>Actions et titres d'OPC</i>	10,6	7,3	-1,7	9,7
<i>Titres de dette à long terme (plus d'un an)</i>	14,2	-3,5	-41,0	-9,1
<i>Titres de dette à court terme (moins d'un an)</i>	-12,8	8,1	13,4	5,5
Engagements	-22,3	17,8	8,5	-16,5
<i>Actions et titres d'OPC</i>	-6,2	7,6	9,1	-2,3
<i>Titres de dette à long terme (plus d'un an)</i>	-8,1	19,9	7,9	-8,9
<i>Titres de dette à court terme (moins d'un an)</i>	-8,0	-9,7	-8,6	-5,2
Instruments financiers dérivés	0,6	2,0	2,7	1,6
Autres investissements a)	-43,7	-8,5	34,5	-25,1
<i>dont IFM hors Banque de France (flux nets)</i>	-13,2	9,6	-16,1	1,6
Avoirs de réserve	-2,7	-0,3	1,8	-3,1
Erreurs et omissions nettes	-7,4	-10,5	2,6	-9,3

La balance des paiements est publiée conformément au 6^e Manuel de Balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts.

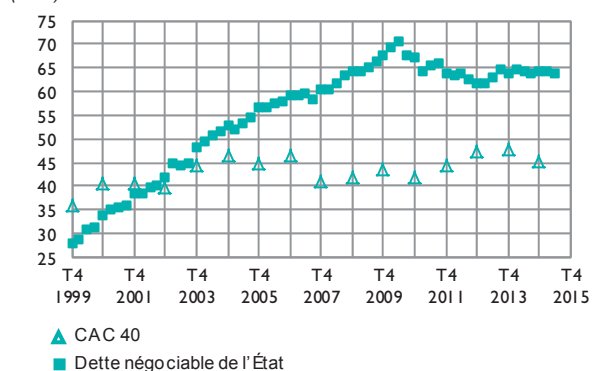
Figure 10
Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur mixte)

(en milliards d'euros)

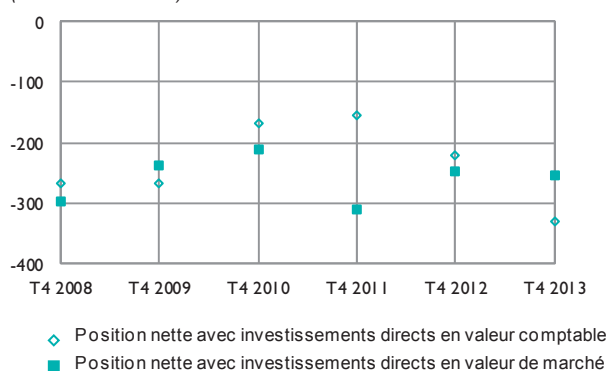
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T1
Créances	5 833,4	6 053,1	6 117,1	5 847,6	6 476,2	7 104,3
Investissements directs français à l'étranger	1 165,3	1 252,2	1 296,0	1 279,2	1 347,5	1 431,7
<i>Capitaux propres</i>	864,3	894,1	947,0	935,1	982,5	1 047,6
<i>Autres opérations (prêts intragroupe)</i>	301,0	358,1	349,0	344,1	365,0	384,1
Investissements de portefeuille	2 100,1	1 865,6	1 990,9	2 084,7	2 264,3	2 482,1
Instruments financiers dérivés	825,8	1 092,2	1 080,2	802,6	1 034,5	1 193,5
Autres investissements ^{a)}	1 617,8	1 710,0	1 610,1	1 576,0	1 711,8	1 863,8
Avoirs de réserve	124,5	133,1	139,9	105,1	118,2	133,3
Engagements	6 018,6	6 231,4	6 386,1	6 217,1	6 894,6	7 587,1
Investissements directs étrangers en France	759,4	827,8	848,5	870,4	894,5	922,2
<i>Capitaux propres</i>	460,8	460,8	465,1	491,5	516,4	536,1
<i>Autres opérations (prêts intragroupe)</i>	298,6	367,0	383,4	378,9	378,1	386,2
Investissements de portefeuille	2 420,9	2 412,2	2 639,3	2 821,4	3 096,1	3 388,7
Instruments financiers dérivés	873,6	1 136,6	1 125,4	864,7	1 093,6	1 265,2
Autres investissements ^{a)}	1 964,7	1 854,8	1 772,9	1 660,7	1 810,4	2 010,9
Position nette	-185,2	-178,4	-269,0	-369,5	-418,4	-482,8

Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État

(en %)


Position extérieure de la France

(en milliards d'euros)

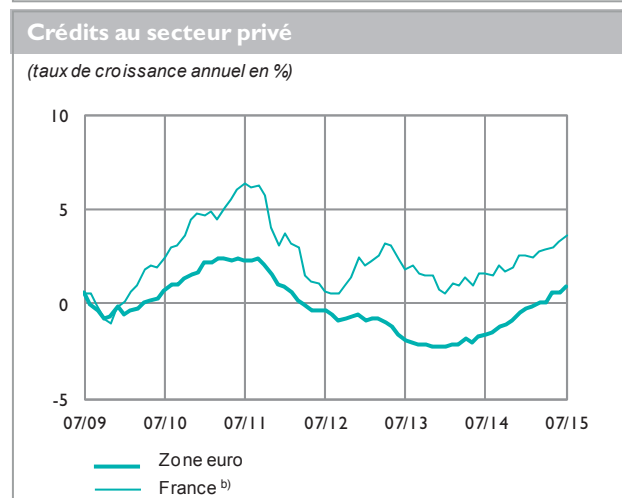
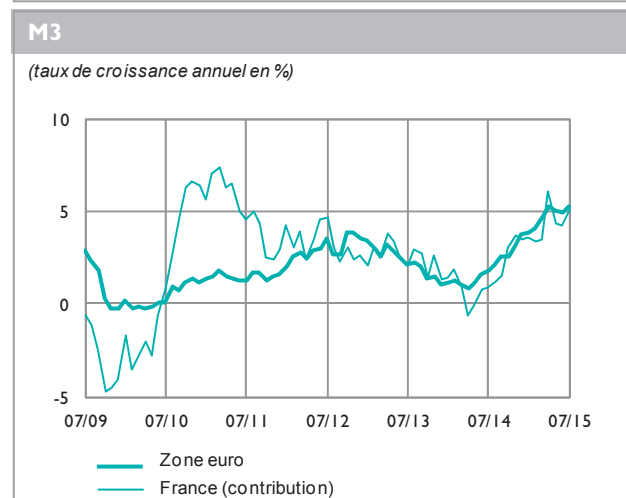
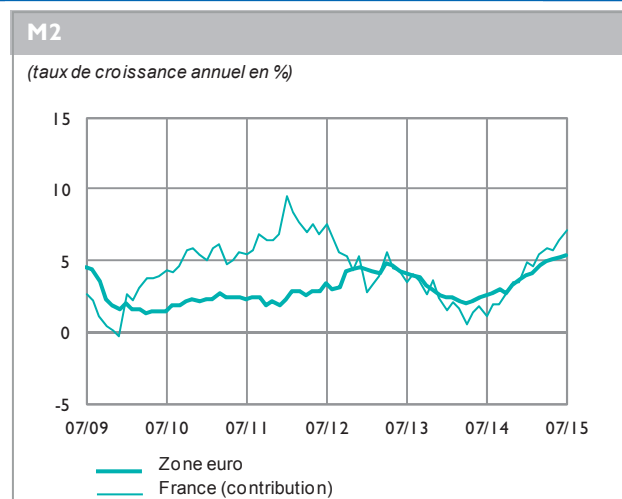
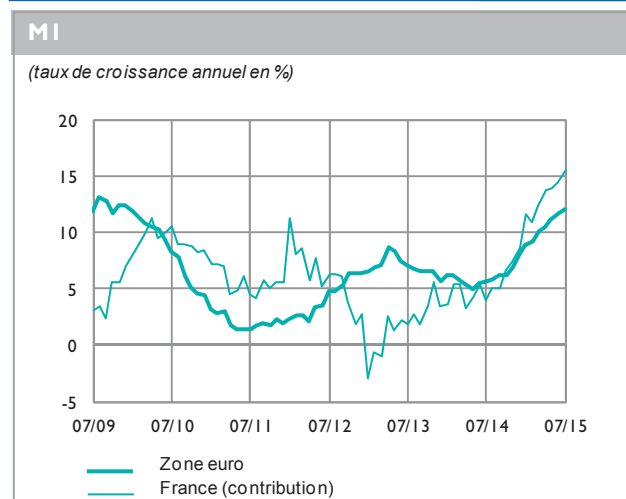

 La position extérieure est publiée conformément au 6^e Manuel de Balance des paiements.

a) Opérations de prêts et emprunts

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

(taux de croissance annuel en %)

	2012	2013	2014	2014	2015							
	déc.	déc.	déc.	juil.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	
M1												
Zone euro ^{a)}	6,4	5,7	7,9	5,6	8,9	9,1	10,0	10,5	11,2	11,7	12,1	
France (contribution)	2,8	3,4	8,6	3,9	11,5	10,8	12,2	13,7	13,9	14,4	15,5	
M2												
Zone euro ^{a)}	4,5	2,5	3,7	2,5	4,0	4,1	4,6	4,9	5,0	5,2	5,4	
France (contribution)	5,2	2,3	3,5	1,0	4,9	4,5	5,5	5,9	5,7	6,4	7,0	
M3												
Zone euro ^{a)}	3,5	1,0	3,7	1,8	3,8	4,1	4,7	5,3	5,0	4,9	5,3	
France (contribution)	2,7	1,3	3,5	0,9	3,6	3,3	3,4	6,0	4,3	4,2	5,1	
Crédits au secteur privé												
Zone euro ^{a)}	-0,6	-2,3	-0,5	-1,6	-0,2	-0,1	0,1	0,1	0,6	0,6	0,9	
France ^{b)}	2,5	0,7	2,6	1,6	2,5	2,4	2,8	2,9	3,0	3,3	3,6	



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 23 septembre 2015

Figure 12
Situation mensuelle de la Banque de France ^{a)}

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

	2012	2013	2014	2014	2015			
	déc.	déc.	déc.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Actif								
Territoire national	326,4	199,7	213,6	171,7	231,3	244,5	260,5	276,9
Crédits	234,2	127,1	137,8	104,2	129,4	131,2	137,0	143,4
IFM ^{b)}	234,0	127,0	137,6	104,0	129,2	131,0	136,8	143,2
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 de créances détenus	92,1	72,5	75,7	67,4	101,9	113,2	123,5	133,4
IFM	32,2	25,2	33,5	27,5	41,3	43,2	44,0	45,1
Administrations publiques	59,9	47,3	42,2	40,0	60,5	70,0	79,5	88,4
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actions et autres participations	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres États de la zone euro ^{b)}	87,6	91,4	86,7	89,4	92,3	95,2	94,9	92,8
Reste du monde ^{b)}	114,9	88,3	90,9	94,0	87,7	87,0	95,7	90,0
Avoirs en or	98,8	68,2	77,3	75,2	83,0	84,8	82,0	76,8
Non ventilé par zone géographique ^{c)}	109,6	107,6	114,1	103,1	112,6	114,4	113,7	116,0
Total	737,3	555,2	582,6	533,4	606,9	626,0	646,9	657,0
Passif								
Dépôts – Territoire national	200,3	116,0	116,1	82,6	98,3	96,7	165,9	151,8
IFM	194,8	112,2	112,7	81,1	96,1	89,6	140,9	143,2
Administrations publiques	4,9	3,3	2,4	0,5	0,9	5,7	24,0	7,7
Autres secteurs	0,6	0,6	1,0	1,0	1,3	1,4	1,0	1,0
Dépôts – Autres États de la zone euro	73,9	34,1	30,9	30,9	67,9	81,4	34,8	56,6
Dépôts – reste du monde	146,0	112,6	117,4	119,1	110,2	113,1	114,6	115,9
Non ventilé par zone géographique	317,1	292,5	318,2	300,9	330,5	334,8	331,6	332,7
Billets et pièces en circulation ^{d)}	173,5	181,7	192,6	183,8	193,3	194,3	196,2	199,0
dont pièces ^{e)}	2,9	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
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	125,1	92,7	106,6	100,4	117,4	119,6	114,9	110,9
Autres	18,5	18,0	19,0	16,7	19,8	20,8	20,4	22,8
Total ^{f)}	737,3	555,2	582,6	533,4	606,9	626,0	646,9	657,0

a) Ces statistiques sont transmises à la Banque centrale européenne, le 15^e jour ouvré suivant le mois sous revue, dans le cadre de l'élaboration du bilan des institutions financières monétaires (règlement BCE/2013/33).

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/2013/33.)

f) Le total du bilan comptable à fin 2014 rendu public en mars 2015 (577,7 mds) peut être obtenu en déduisant du total de la situation mensuelle à fin décembre 2014 (582,6 mds) : les pièces (3,1 mds) ainsi que les éléments liés au décalage comptable entre la situation établie dans les premiers jours de janvier 2015 et le bilan comptable, qui intègre les écritures d'arrêté (1,8 md).

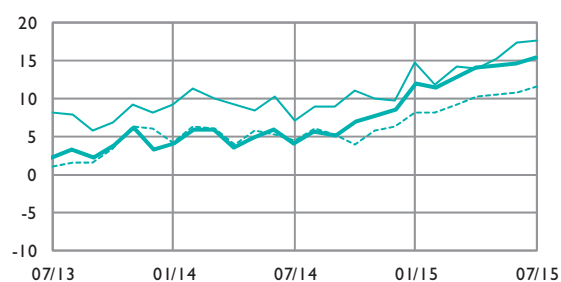
Figure 13
Dépôts – France

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

	2012	2013	2014	2014	2015			
	déc.	déc.	déc.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	555,9	582,3	626,6	587,1	635,5	641,1	664,8	669,1
Ménages et assimilés	279,2	295,5	314,2	307,1	328,2	326,4	336,5	342,7
Sociétés non financières	214,7	231,2	254,1	227,3	251,6	256,6	271,9	268,6
Administrations publiques (hors adm. centrales)	62,0	55,7	58,3	52,7	55,8	58,1	56,5	57,8
Autres agents	42,5	35,7	43,6	43,6	56,0	56,2	56,1	57,8
Total – Encours	598,0	617,7	669,8	630,4	691,1	696,8	720,5	726,4
Total – Taux de croissance	2,8	3,3	8,4	4,1	13,8	14,2	14,5	15,2
Comptes sur livret								
Livrets A et bleu	247,2	263,2	260,0	264,5	258,2	257,7	257,6	256,6
Comptes épargne-logement	35,2	33,4	31,2	31,9	30,6	30,5	30,4	30,4
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	92,0	100,7	101,9	102,3	101,8	101,6	101,6	101,6
Livrets d'épargne populaire	51,7	48,3	46,5	46,1	46,0	45,8	45,6	45,5
Livrets jeune	7,0	6,9	6,8	6,7	6,6	6,6	6,6	6,6
Livrets soumis à l'impôt	178,7	172,5	169,5	175,5	177,3	176,5	174,6	175,4
Total – Encours	611,7	625,1	615,8	627,0	620,4	618,6	616,5	616,2
Total – Taux de croissance	9,4	2,2	-1,5	-0,9	-2,0	-2,0	-1,8	-1,7

Dépôts à vue

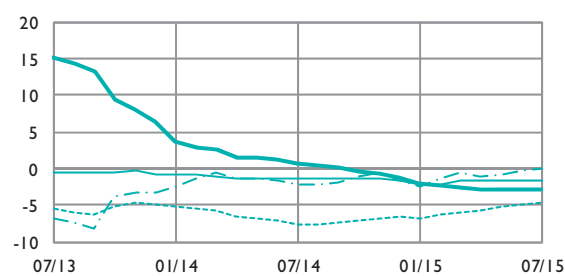
(en taux de croissance annuel)



— Total
- - - Sociétés non financières
..... Ménages
- . - CEL

Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



— Livrets A et bleu
- - - Livrets jeune
..... CEL
- . - Livrets soumis à l'impôt

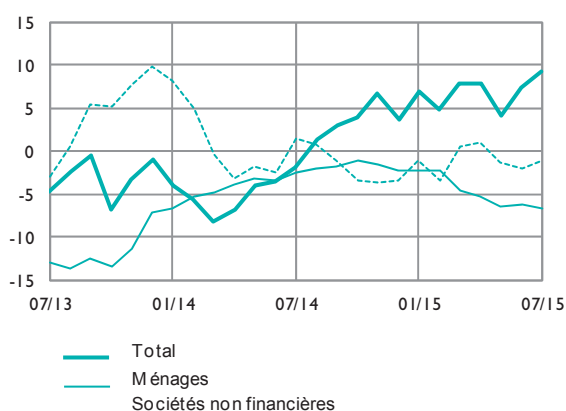
Figure 14
Dépôts à terme – France

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

	2012	2013	2014	2014	2015			
	déc.	déc.	déc.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	111,8	117,3	114,7	110,5	85,0	82,2	80,9	83,1
Ménages et assimilés	30,9	28,6	28,0	28,5	15,9	15,6	15,5	15,6
Sociétés non financières	79,9	87,7	85,1	80,7	68,4	65,8	64,6	66,7
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,9	1,0	1,6	1,3	0,8	0,8	0,8	0,7
Autres agents	40,7	33,5	41,6	32,1	43,7	41,7	43,9	45,8
Total – Encours	152,5	150,7	156,3	142,6	128,7	123,9	124,9	128,9
Total – Taux de croissance	-1,1	-1,1	3,7	-1,9	7,8	4,1	7,3	9,1
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	328,9	342,2	363,9	350,5	397,3	397,2	397,1	396,6
Ménages et assimilés	269,4	274,8	289,6	278,8	308,3	309,0	309,4	310,0
PEL	188,2	197,7	215,9	204,3	224,9	225,9	226,7	228,1
PEP	24,0	23,0	22,2	22,2	21,7	21,6	21,4	21,3
Autres	57,1	54,1	51,6	52,4	61,8	61,5	61,3	60,6
Sociétés non financières	58,1	65,5	72,2	69,7	86,7	86,0	85,4	84,3
Administrations publiques (hors adm. centrales)	1,4	1,9	2,1	1,9	2,3	2,2	2,2	2,2
Autres agents	154,7	157,0	92,6	95,9	87,7	87,6	88,2	86,8
Total – Encours	483,5	499,3	456,5	446,3	485,0	484,8	485,3	483,3
Total – Taux de croissance	0,3	3,4	-8,8	-10,7	-0,7	0,9	2,5	2,1

Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)


Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)

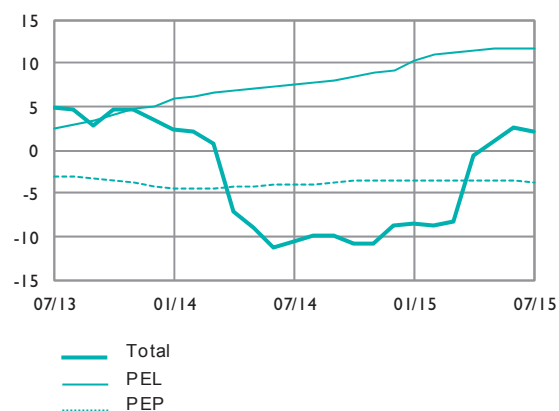


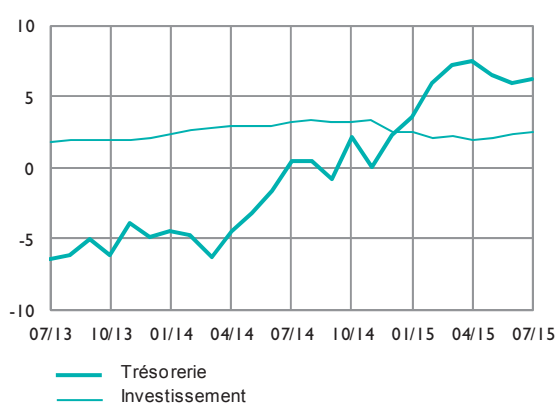
Figure 15
Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France

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

	2012	2013	2014	2014	2015				
	déc.	déc.	déc.	juil.	mars	avril	mai	juin	juil.
Crédits à la clientèle résidente									
Secteur privé	2 100,0	2 114,9	2 167,7	2 150,2	2 193,7	2 213,8	2 215,8	2 220,5	2 224,7
Administrations publiques	206,8	213,1	214,7	213,8	212,7	212,6	210,8	214,7	217,2
Total – Encours	2 306,7	2 328,1	2 382,4	2 364,0	2 406,4	2 426,5	2 426,6	2 435,2	2 441,9
Secteur privé	2,5	0,7	2,6	1,6	2,8	2,9	3,0	3,3	3,6
Administrations publiques	6,1	2,8	3,3	0,7	3,9	3,7	2,7	4,9	4,8
Total – Taux de croissance	2,8	0,9	2,6	1,5	2,9	3,0	3,0	3,5	3,7
Crédits aux sociétés non financières									
Investissement	563,0	568,0	581,7	572,6	583,9	584,5	587,0	588,0	591,3
Trésorerie	174,1	167,5	175,6	175,7	182,9	184,6	185,1	188,0	191,2
Autres objets	82,0	81,3	81,1	78,5	82,1	82,3	81,8	83,2	79,9
Total – Encours	819,1	816,7	838,4	826,8	848,9	851,4	853,9	859,2	862,4
Total – Taux de croissance	1,0	0,2	2,3	1,8	3,5	3,5	3,2	3,4	3,6
Crédits aux ménages									
Habitat	874,2	907,0	927,4	920,1	934,3	936,9	938,8	940,3	946,7
Trésorerie	160,4	157,3	159,5	157,9	158,3	159,0	158,9	160,3	160,9
Autres objets	92,1	92,3	91,5	93,8	89,4	89,3	89,7	89,4	89,3
Total – Encours	1 126,7	1 156,6	1 178,4	1 171,9	1 181,9	1 185,2	1 187,4	1 190,0	1 197,0
Total – Taux de croissance	2,3	2,5	2,2	2,7	2,4	2,4	2,4	2,7	2,8

Crédits aux sociétés non financières – France

(taux de croissance annuel en %)



Crédits aux ménages – France

(taux de croissance annuel en %)

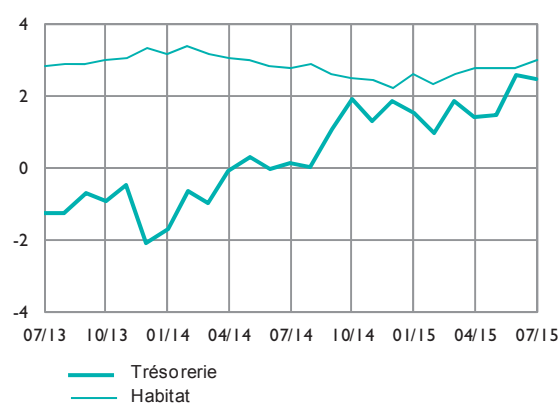


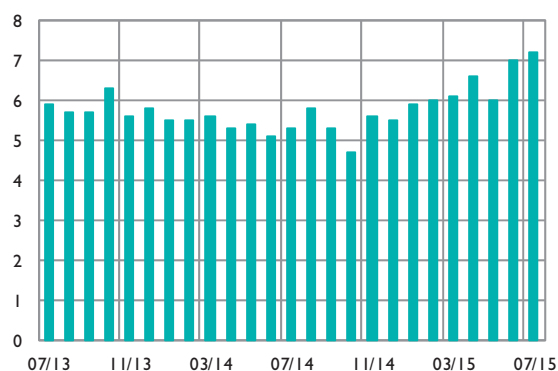
Figure 16
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente, hors découverts – France

(flux mensuel cvs en milliards d'euros)

	2014			2015		
	mai	juin	juil.	mai	juin	juil.
Crédits aux sociétés non financières						
Crédits ≤ 1 million d'euros ^{a)}	5,4	5,1	5,3	6,0	7,0	7,2
Crédits > 1 million d'euros ^{a)}	10,7	9,0	7,9	12,3	13,9	14,4
Crédits aux ménages						
Crédits de trésorerie aux entrepreneurs individuels et aux particuliers, hors crédits renouvelables à la consommation	3,9	3,7	4,0	4,3	4,6	4,8
Crédits à l'habitat	9,5	9,7	9,4	16,8	20,4	23,3

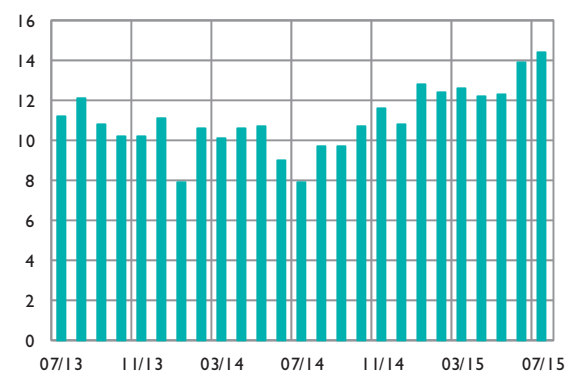
Sociétés non financières – Crédits ≤ 1 million d'euros

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



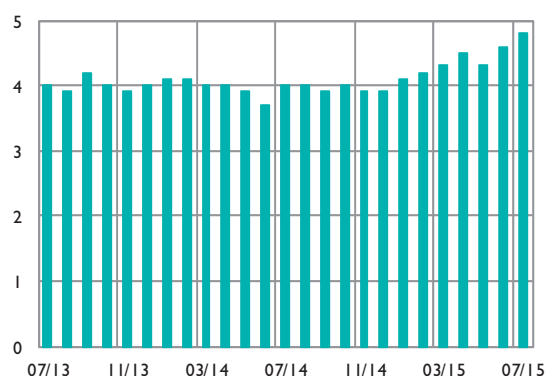
Sociétés non financières – Crédits > 1 million d'euros

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



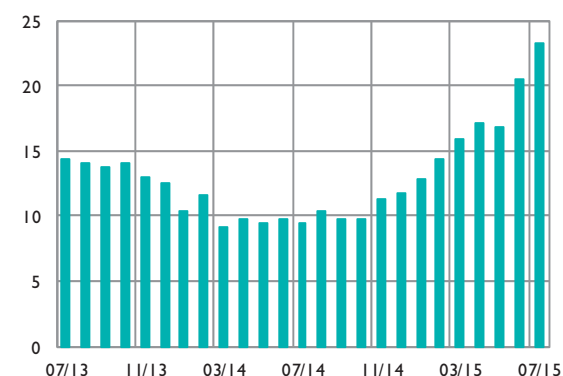
Ménages – Trésorerie

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



Ménages – Habitat

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



a) Toutes périodes de fixation initiale du taux

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	
	2014				2015	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	-21,2	-18,6	-16,3	-16,7	-20,0	863,6
<i>dont dépôts inclus dans M3 ^{a)}</i>	-6,9	5,6	4,6	4,5	0,0	230,1
Titres de créance à court terme	-13,6	-2,8	-5,4	-0,3	2,0	59,0
Titres de créance à long terme	160,9	158,5	154,9	151,9	150,1	3 647,0
Crédits	9,4	15,6	11,1	22,6	30,4	796,9
Actions et autres participations	109,2	115,8	120,5	149,5	168,4	3 769,9
<i>dont actions cotées</i>	4,8	9,8	6,5	14,2	11,4	486,0
Actifs nets résiduels	18,5	16,0	49,9	34,9	37,4	325,6
Financements						
Titres de créance	-1,0	6,3	8,6	9,2	10,1	68,9
Crédits	3,3	7,0	21,8	20,3	38,5	407,4
Actions et autres participations	2,6	2,6	1,9	1,5	2,5	630,6
Provisions techniques d'assurance	208,4	239,8	255,8	283,6	303,8	7 677,4
<i>Assurance-vie</i>	172,0	198,6	212,8	234,6	246,6	6 515,5
<i>Assurance-dommages</i>	36,4	41,3	43,0	48,9	57,3	1 161,9
Solde des créances et dettes (B9B)	49,8	28,6	26,6	27,4	13,5	

(en milliards d'euros)

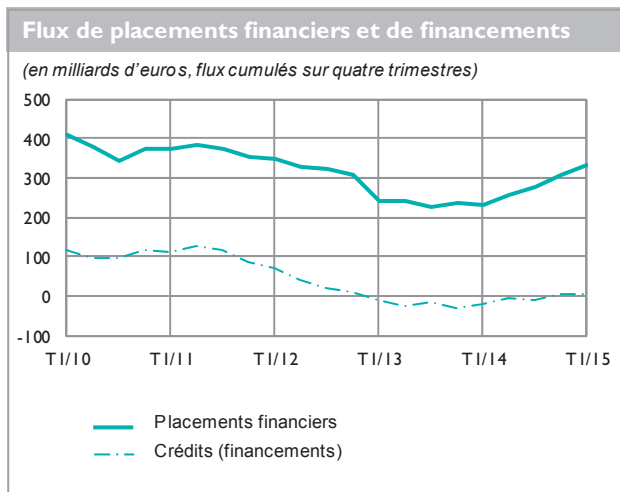
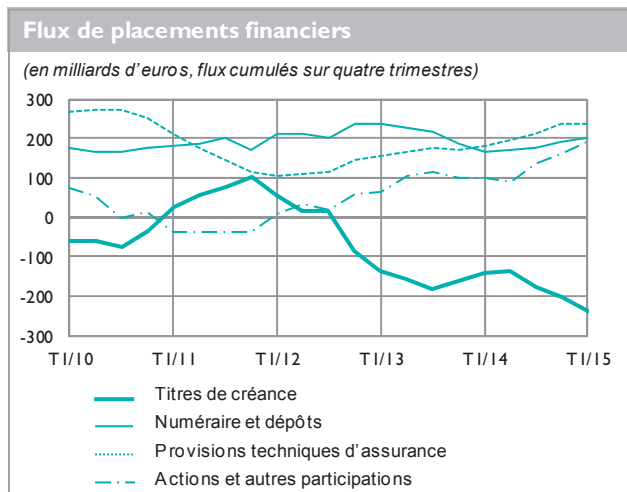
France						
	Flux cumulés sur 4 trimestres				Encours	
	2014				2015	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	1,1	6,9	3,2	3,7	5,7	41,7
Titres de créance à court terme	-9,3	-4,7	-6,5	-10,2	-4,8	17,2
Titres de créance à long terme	47,0	37,3	21,7	32,4	57,8	1 482,2
Crédits	0,2	0,5	0,9	1,5	1,6	37,4
Actions et autres participations	5,2	6,1	20,8	31,7	18,6	816,0
<i>dont actions cotées</i>	-1,6	-1,9	-0,2	2,2	-0,1	95,1
Actifs nets résiduels	-10,6	-7,0	-4,9	-1,7	-2,5	-35,0
Financements						
Titres de créance	1,3	1,9	1,3	3,7	3,7	16,9
Crédits	8,9	5,0	7,0	10,9	10,2	105,6
Actions et autres participations	1,2	1,2	1,0	0,4	0,2	122,1
Provisions techniques d'assurance	51,7	55,5	58,5	65,0	67,2	1 939,2
<i>Assurance-vie et fonds de pension</i>	38,7	42,2	45,1	50,2	51,4	1 635,8
<i>Assurance-dommages</i>	13,0	13,3	13,5	14,8	15,8	303,4
Solde des créances et dettes (B9B)	-7,0	-0,7	-7,2	6,4	24,9	

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

Figure 18
Placements et financements des ménages – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2014				2015	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	165,0	171,9	178,0	192,8	202,1	7 385,4
<i>dont dépôts inclus dans M3 ^{a)}</i>	74,1	96,8	113,8	139,6	144,5	5 586,7
Titres de créance à court terme	-13,6	-9,6	-6,8	-8,3	-7,1	52,8
Titres de créance à long terme	-129,2	-128,2	-173,1	-196,1	-229,7	908,3
Actions et autres participations	97,4	88,3	134,4	158,3	188,9	5 709,5
Actions cotées	-9,8	-21,0	7,5	24,8	4,2	964,8
Actions non cotées et autres participations	63,5	19,3	1,6	4,8	-12,9	2 936,2
Titres d'OPC	43,7	90,0	125,2	128,7	197,6	1 808,5
<i>dont titres d'OPC monétaires</i>	-13,4	-13,7	-13,5	-10,5	-7,6	147,6
Provisions techniques d'assurance	182,8	196,2	208,9	234,8	236,2	7 227,6
Actifs nets résiduels	-71,8	-61,3	-64,6	-72,8	-57,6	-237,2
Financements						
Crédits	-22,2	-4,8	-9,1	5,1	2,3	6 190,8
<i>dont crédits des IFM de la zone euro</i>	-4,5	-33,6	-26,1	-15,3	-1,6	5 225,3
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	549,0	687,8	439,5	159,9	416,9	
Provisions techniques d'assurance	62,9	127,4	231,6	263,8	477,6	
Autres flux	46,0	60,4	36,4	24,8	31,1	
Variation de la valeur financière nette	910,6	1 137,8	993,3	752,1	1 256,0	



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

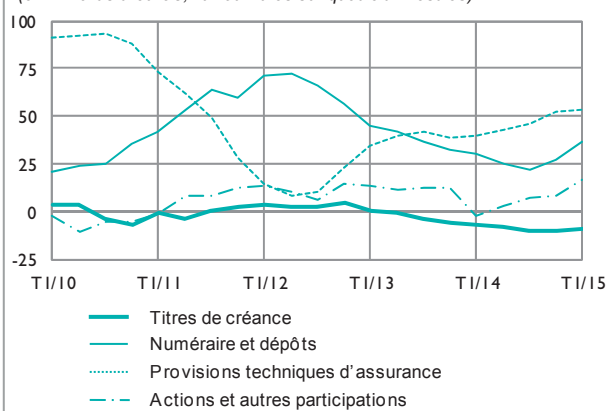
Figure 19
Placements et financements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Encours	
	2014				2015	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	30,1	25,3	22,1	26,7	36,2	1 350,4
Titres de créance à court terme	-0,3	0,0	-0,1	0,1	0,0	14,2
Titres de créance à long terme	-6,9	-8,1	-10,0	-10,9	-9,3	59,1
Actions et autres participations	-2,8	2,7	6,9	7,9	16,5	1 357,0
Actions cotées	-4,8	-3,5	0,5	6,4	6,2	222,7
Actions non cotées et autres participations	19,6	20,3	13,9	10,6	8,7	805,2
Titres d'OPC	-17,6	-14,2	-7,5	-9,0	1,6	329,1
dont titres d'OPC monétaires	-6,4	-6,1	-6,0	-3,9	-3,5	15,3
Provisions techniques d'assurance	39,8	43,2	46,4	52,4	53,6	1 740,7
Actifs nets résiduels	42,8	43,0	41,9	33,5	19,3	91,7
Financements						
Crédits	23,1	23,8	20,6	21,5	21,0	1 202,6
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	81,8	118,3	46,5	13,6	75,4	
Provisions techniques d'assurance	22,0	27,8	18,1	11,4	33,6	
Autres flux	3,4	2,4	-17,5	4,1	24,5	
Variation de la valeur financière nette	186,9	230,8	133,8	117,4	228,7	

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)

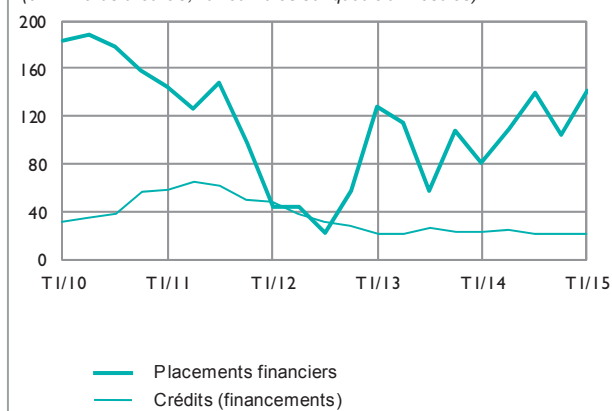
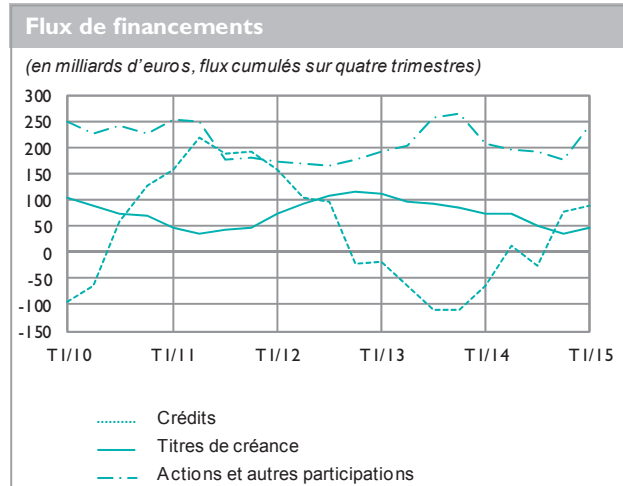
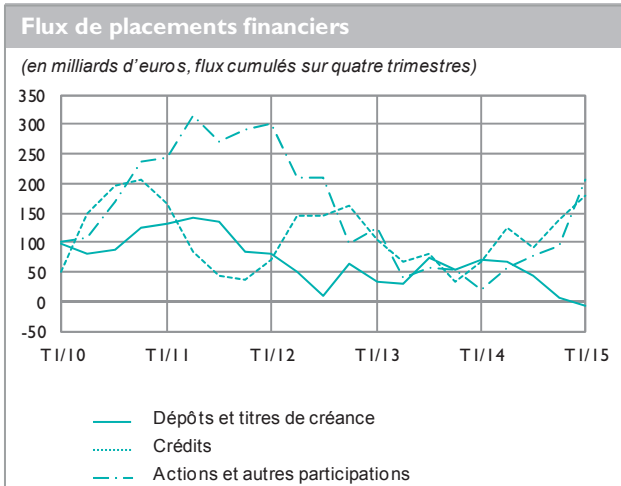


Figure 20
Placements et financements des sociétés non financières – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Encours	
	2014				2015	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	87,1	95,4	75,9	40,5	44,1	2 259,5
<i>dont dépôts inclus dans M3 ^{a)}</i>	91,6	99,6	101,6	68,8	79,9	1 843,6
Titres de créance	-16,6	-28,8	-33,3	-36,2	-51,7	263,9
Crédits	68,0	124,8	91,9	139,5	177,4	4 220,6
Actions et autres participations	19,0	56,3	78,4	94,8	206,2	10 074,3
Provisions techniques d'assurance	-4,0	-3,1	-2,2	5,5	6,7	187,2
Actifs nets résiduels	199,5	153,5	104,0	105,7	38,7	574,3
Financements						
Endettement	15,2	90,8	28,3	116,1	138,4	11 104,7
Crédits	-62,8	14,0	-25,7	75,4	88,5	9 492,0
<i>dont crédits des IFM de la zone euro</i>	-137,0	-102,7	-88,6	-58,3	-23,8	4 309,6
Titres de créance	73,5	72,7	49,9	36,2	44,9	1 246,8
Réserves de fonds de pension	4,4	4,1	4,1	4,5	4,9	365,9
Actions et autres participations	204,7	196,0	190,3	174,4	240,3	15 812,3
<i>Actions cotées</i>	28,7	37,4	67,6	73,6	93,3	5 436,2
<i>Actions non cotées et autres participations</i>	176,0	158,6	122,7	100,9	147,0	10 376,1
Solde des créances et dettes (B9B)	133,2	111,3	96,1	59,2	42,7	



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

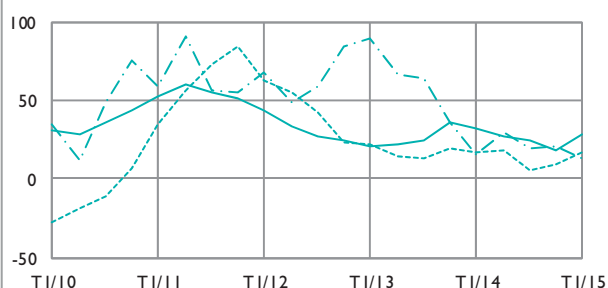
Figure 21
Placements et financements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Encours	
	2014				2015	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	33,8	31,7	26,6	21,4	36,8	482,4
Titres de créance	-1,6	-5,4	-1,7	-3,3	-8,2	56,6
Crédits	16,8	18,0	5,5	9,6	16,6	1 150,2
Actions et autres participations	14,8	29,3	19,0	20,5	13,5	3 882,5
Provisions techniques d'assurance	0,1	-0,1	0,0	0,2	0,2	50,4
Actifs nets résiduels	6,4	24,4	24,5	31,5	6,5	205,8
Financements						
Endettement	43,3	68,8	51,9	50,3	50,5	2 710,1
Crédits	15,4	17,8	3,8	0,1	3,1	2 087,1
Titres de créance	27,9	51,1	48,1	50,3	47,4	623,0
Actions et autres participations	68,2	75,1	69,8	76,6	82,2	5 281,2
Actions cotées	12,6	16,0	10,0	17,1	21,2	1 624,6
Actions non cotées et autres participations	55,6	59,1	59,8	59,5	61,0	3 656,6
Solde des créances et dettes (B9B)	-41,1	-46,0	-47,8	-47,0	-67,4	

Flux de placements financiers

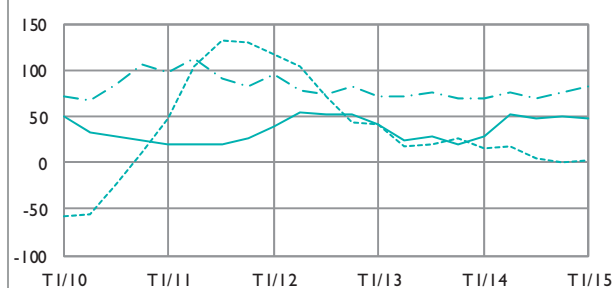
(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



— Dépôts et titres de créance
 Crédits
 - - - Actions et autres participations

Flux de financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



..... Crédits
 — Titres de créance
 - - - Actions et autres participations

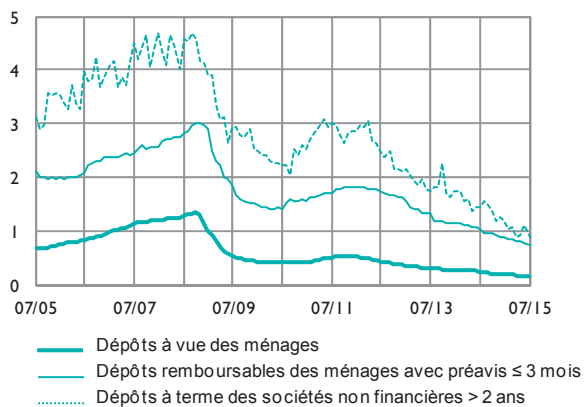
Figure 22
Taux de rémunération des dépôts bancaires – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2013	2014	2014	2015				
	déc.	déc.	juil.	mars	avril	mai	juin	juil.
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,27	0,20	0,23	0,17	0,16	0,16	0,15	0,15
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,14	0,89	1,04	0,82	0,79	0,82	0,78	0,74
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	1,61	1,26	1,45	1,07	0,89	0,91	1,10	0,87
France								
Livret A (fin de période)	1,25	1,00	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Livrets à taux réglementés	1,29	1,05	1,28	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Dépôts à terme ≤ 2 ans	1,97	1,92	1,91	1,29	1,21	1,19	1,19	1,09
Dépôts à terme > 2 ans	2,91	2,79	2,83	2,77	2,77	2,73	2,75	2,68

Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)

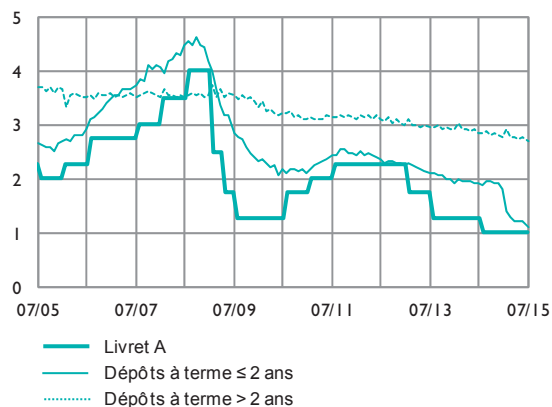
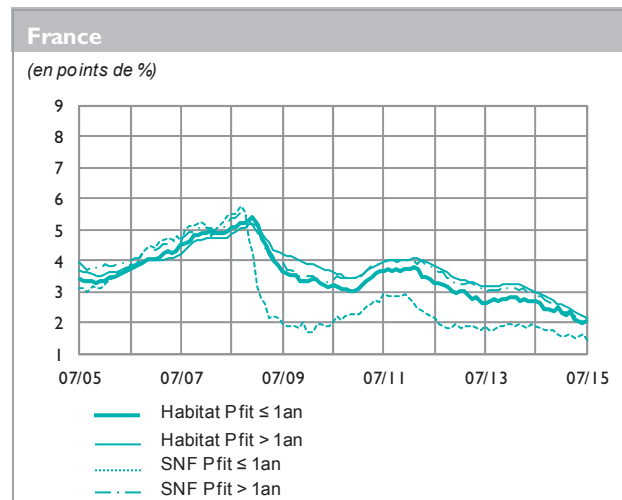
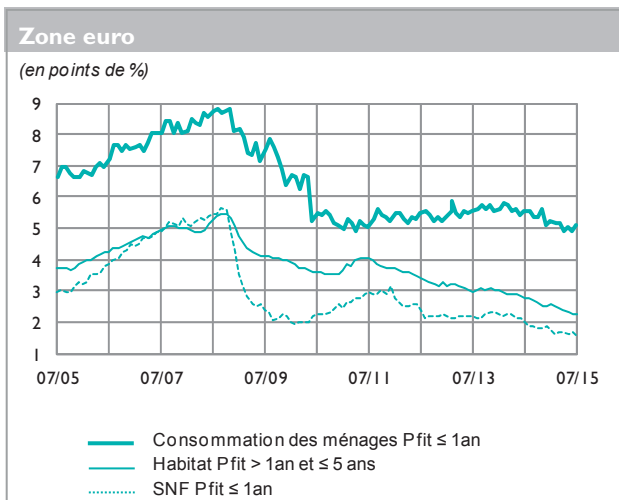


Figure 23
Taux d'intérêt des crédits bancaires – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2014					2015						
	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an ^{a)}	5,51	5,35	5,38	5,58	5,07	5,25	5,18	5,16	4,89	5,04	4,88	5,09
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans ^{a)}	2,74	2,69	2,63	2,50	2,52	2,55	2,47	2,45	2,38	2,33	2,25	2,26
SNF > EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an ^{a)}	1,88	1,89	1,81	1,80	1,83	1,72	1,58	1,69	1,66	1,61	1,66	1,55
France												
Consommation des ménages	5,35	5,21	5,02	5,16	4,97	5,06	4,96	4,85	4,64	4,65	4,39	4,36
Habitat												
Pfit ≤ 1 an ^{a)}	2,62	2,42	2,40	2,34	2,47	2,28	2,20	2,38	2,10	2,06	1,95	2,05
Pfit > 1 an ^{a)}	2,89	2,85	2,77	2,70	2,61	2,57	2,53	2,43	2,33	2,26	2,18	2,16
SNF												
Pfit ≤ 1 an ^{a)}	1,83	1,76	1,75	1,71	1,64	1,55	1,53	1,64	1,46	1,57	1,63	1,43
Pfit > 1 an ^{a)}	2,86	2,71	2,66	2,56	2,49	2,32	2,32	2,31	2,18	2,11	1,99	1,96



a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période pendant laquelle le taux d'un contrat est fixe. Elle égale la durée du crédit lorsque le taux est fixe.

Pfit ≤ un an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an.

Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an

Figure 24
Taux d'usure des crédits aux particuliers et coût du crédit aux entreprises – France

(en %)

Seuils de l'usure applicables à partir du 1 ^{er} jour de la période indiquée	2014	2015		
	oct.	janv.	avril	juil.
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	4,85	4,57	4,49	4,13
Prêts à taux variable	4,53	4,15	4,09	3,76
Prêts relais	5,19	4,92	4,73	4,53
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 €	20,28	20,25	20,23	20,04
Prêts d'un montant compris entre 3 000 € et 6 000 €	14,59	14,37	14,15	13,83
Prêts d'un montant supérieur à 6 000 €	9,47	9,21	9,04	8,48

	2014			2015	
	avril	juil.	oct.	janv.	avril
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	3,17	2,93	3,13	3,01	3,11
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,30	4,14	3,53	3,46	3,21
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	3,40	3,70	3,17	3,46	3,22
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	2,81	2,41	2,27	2,56	2,50
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,87	1,55	1,25	1,81	1,84
> 1 524 490 €	1,23	1,06	0,92	0,75	0,75
Découvert					
≤ 15 245 €	9,80	9,86	9,92	9,81	9,84
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	6,47	6,52	6,42	6,46	6,34
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	5,48	4,92	4,63	4,90	4,79
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	3,74	3,36	3,54	3,67	3,63
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	2,13	2,32	1,90	2,25	2,52
> 1 524 490 €	1,25	1,21	1,26	1,31	1,23
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	3,35	3,36	3,14	2,69	2,59
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	2,99	3,08	2,88	2,45	2,35
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	2,49	2,77	2,70	2,46	2,43
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	2,58	2,38	2,20	2,31	2,02
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	1,80	1,77	1,43	1,65	1,81
> 1 524 490 €	1,93	1,95	1,72	1,57	1,65
Crédits à moyen et long termes					
≤ 15 245 €	3,06	2,98	2,67	2,38	2,11
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	2,78	2,68	2,43	2,15	1,98
> 45 735 € et ≤ 77 225 €	2,84	2,68	2,44	2,16	2,00
> 77 225 € et ≤ 304 898 €	2,88	2,75	2,52	2,26	2,14
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	2,89	2,65	2,38	2,27	2,04
> 1 524 490 €	2,59	2,30	2,14	1,91	1,99

Source : Banque de France

Réalisé le 23 septembre 2015

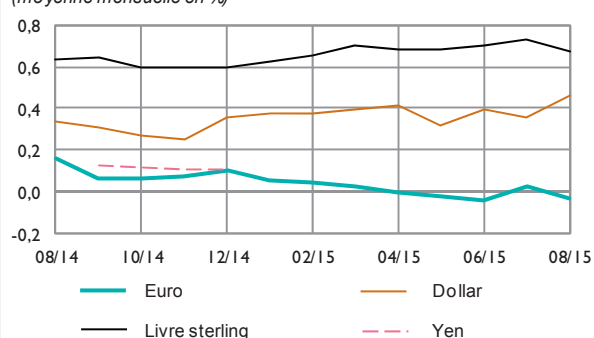
Figure 25
Taux d'intérêt

(en %)

	Moyenne mensuelle ^{a)}										Taux directeurs au 21/09/15	
	2014		2015									
	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août		
Taux d'intérêt interbancaires à court terme												
Euro												0,05
Au jour le jour	0,00	-0,05	-0,06	-0,05	-0,10	-0,08	-0,11	-0,14	-0,13	-0,17		
À 3 mois	0,07	0,10	0,05	0,05	0,03	0,00	-0,02	-0,04	0,02	-0,04		
À 1 an	0,40	0,39	0,37	0,29	0,26	0,21	0,20	0,18	0,33	0,27		
Livre sterling												0,50
Au jour le jour	0,47	0,47	0,48	0,48	0,48	0,48	0,49	0,47	0,46	0,47		
À 3 mois	0,60	0,59	0,62	0,65	0,70	0,68	0,68	0,70	0,73	0,67		
À 1 an	1,02	0,97	0,97	1,01	1,01	1,04	1,06	1,07	1,13	1,08		
Dollar												0,25
Au jour le jour	0,14	0,15	0,18	0,18	0,15	0,16	0,18	0,17	0,12	0,20		
À 3 mois	0,25	0,35	0,37	0,38	0,40	0,42	0,31	0,39	0,36	0,46		
À 1 an	0,63	0,70	0,78	0,90	0,94	0,91	0,86	0,89	0,90	0,93		
Yen												0,09
Au jour le jour	0,04	0,04	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND		
À 3 mois	0,11	0,11	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND		
À 1 an	0,18	0,18	0,19	0,20	0,22	0,20	0,19	0,11	0,10	0,07		
Taux des emprunts phares à 10 ans ^{b)}												
France	1,14	0,92	0,67	0,60	0,51	0,44	0,89	1,20	1,11	1,01		
Allemagne	0,79	0,65	0,44	0,35	0,26	0,16	0,59	0,83	0,76	0,66		
Zone euro	1,62	1,45	1,27	1,21	0,96	0,85	1,34	1,67	1,53	1,39		
Royaume-Uni	2,13	1,87	1,54	1,67	1,69	1,63	1,93	2,06	2,02	1,87		
États-Unis	2,32	2,20	1,87	1,97	2,04	1,93	2,20	2,36	2,32	2,17		
Japon	0,47	0,39	0,27	0,38	0,38	0,33	0,41	0,47	0,44	0,39		

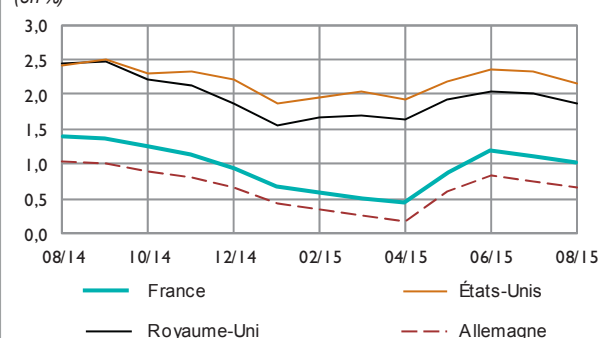
Taux du marché interbancaire à 3 mois

(moyenne mensuelle en %)



Taux des emprunts phares à 10 ans ^{b)}

(en %)



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

Figure 26
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 10 juin au 21 juillet 2015)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	997,8	103,1	894,7
Opération principale de refinancement	82,5		82,5
Opération de refinancement à plus long terme	443,2		443,2
Facilités permanentes	0,3	103,1	-102,8
Autres opérations	471,8	0,0	471,8
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	642,9	1 156,2	-513,3
Billets en circulation		1 042,7	-1 042,7
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		96,3	-96,3
Réserves nettes de change (y compris l'or)	642,9		642,9
Autres facteurs (net)		17,2	-17,2
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			381,4
dont réserves obligatoires			112,3

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 10 juin au 21 juillet 2015)

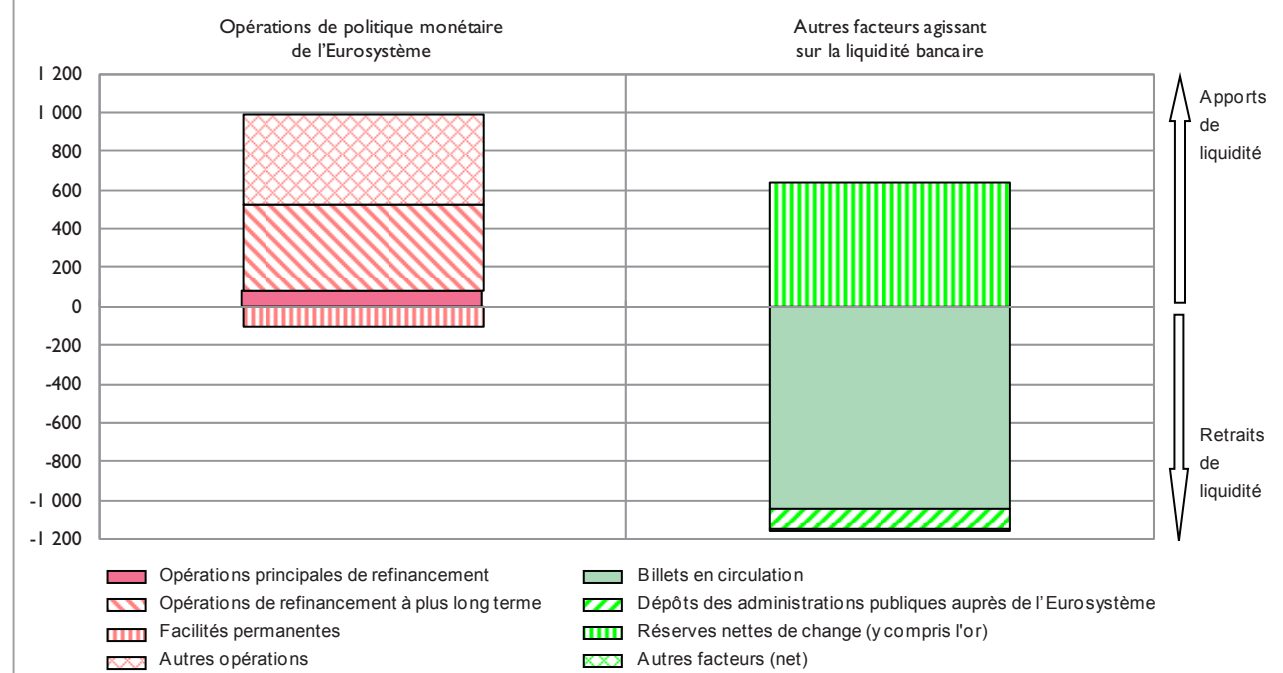


Figure 27
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

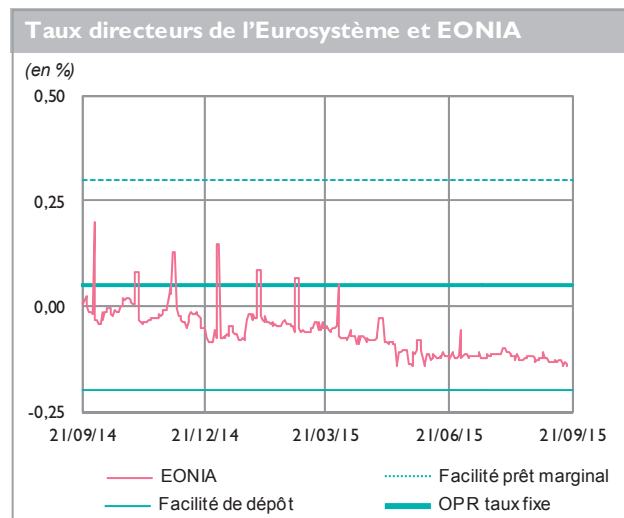
Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilités permanentes			
Date de		Taux fixe	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
07/11/13	13/11/13	0,25	07/11/13	13/11/13	0,00	0,75
05/06/14	11/06/14	0,15	05/06/14	11/06/14	-0,10	0,40
04/09/14	10/09/14	0,05	04/09/14	10/09/14	-0,20	0,30

(en %)

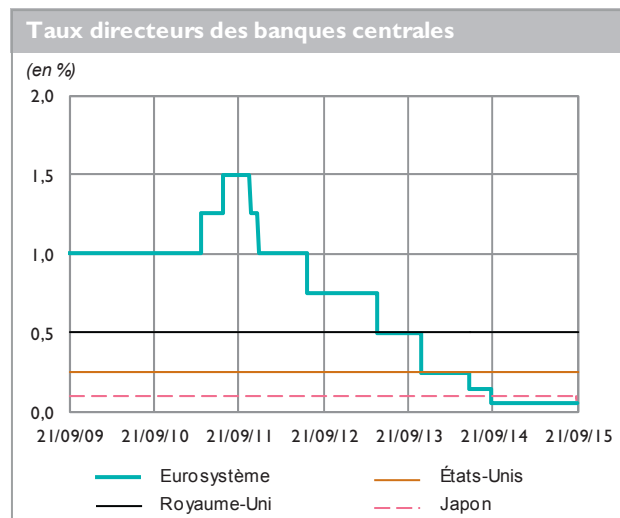
Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré		Taux marginal	
2015	12 août ^{a)}	0,05	0,05	2015	14 septembre	0,05
	19 août	0,05	0,05		15 septembre	0,05
	26 août	0,05	0,05		16 septembre	0,05
	2 septembre	0,05	0,05		17 septembre	0,05
	9 septembre	0,05	0,05		18 septembre	0,05
	16 septembre	0,05	0,05		21 septembre	0,05

(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		
2015 27 janvier	106,30	19,90	236,30	36,40	130,10	16,60	0,05	
10 mars	107,50	20,10	225,30	33,10	117,80	13,00	0,05	
21 avril	110,60	20,50	261,80	35,10	151,30	14,60	0,05	
9 juin	110,30	20,10	303,40	43,50	193,10	23,40	0,05	
21 juillet	112,30	20,83	381,40	61,50	269,10	40,70	0,05	
8 septembre	112,70	20,62	428,40	76,03	315,70	55,41	0,05	



a) Appel d'offres à taux fixe



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

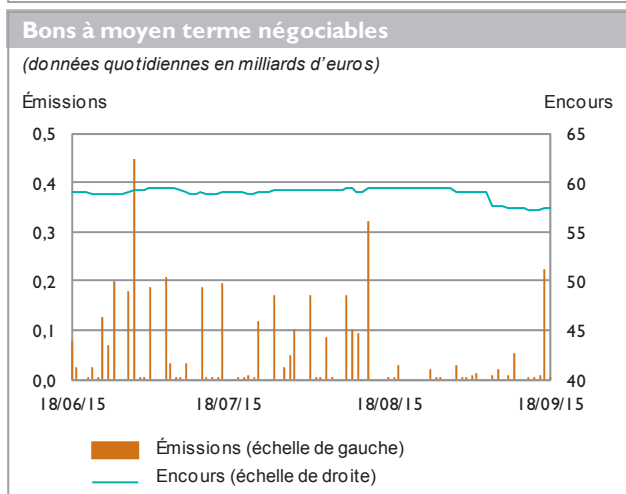
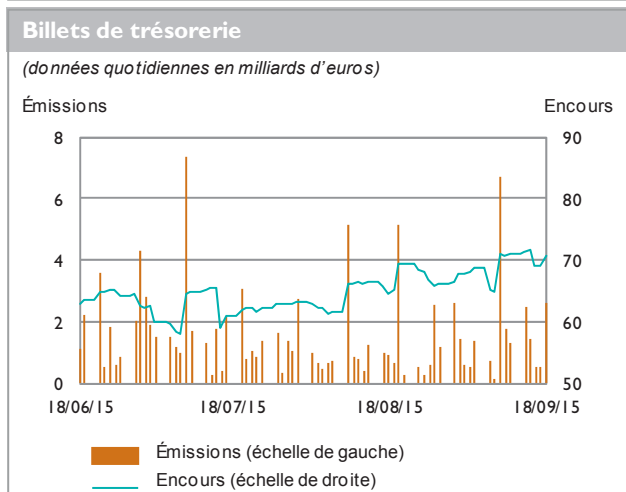
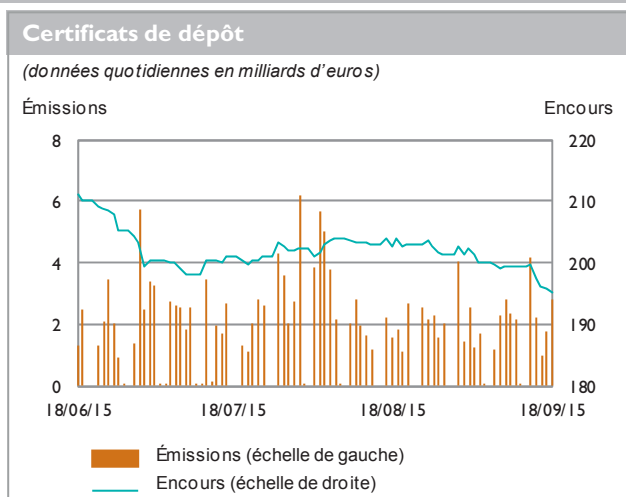
Réalisé le 23 septembre 2015

Figure 28
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt			
	En milliards d'euros ^{a)}		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
20/06/15 au 26/06/15	9,82	205,11	134
27/06/15 au 03/07/15	16,25	200,30	133
04/07/15 au 10/07/15	12,25	198,18	133
11/07/15 au 17/07/15	9,88	200,91	131
18/07/15 au 24/07/15	9,83	200,87	130
25/07/15 au 31/07/15	18,80	202,13	130
01/08/15 au 07/08/15	20,46	203,86	130
08/08/15 au 14/08/15	9,66	203,09	130
15/08/15 au 21/08/15	9,38	202,99	130
22/08/15 au 28/08/15	10,51	201,30	131
29/08/15 au 04/09/15	10,92	199,87	130
05/09/15 au 11/09/15	10,73	199,24	130
12/09/15 au 18/09/15	11,88	195,27	128

Billets de trésorerie			
	En milliards d'euros ^{a)}		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
20/06/15 au 26/06/15	7,35	64,28	108
27/06/15 au 03/07/15	12,47	60,05	108
04/07/15 au 10/07/15	12,73	64,90	108
11/07/15 au 17/07/15	5,82	60,75	107
18/07/15 au 24/07/15	7,09	62,18	107
25/07/15 au 31/07/15	7,08	63,15	108
01/08/15 au 07/08/15	3,46	61,47	108
08/08/15 au 14/08/15	8,46	66,35	107
15/08/15 au 21/08/15	7,94	69,24	105
22/08/15 au 28/08/15	5,04	66,23	105
29/08/15 au 04/09/15	6,47	68,62	105
05/09/15 au 11/09/15	10,59	70,91	108
12/09/15 au 18/09/15	7,63	70,74	111

Bons à moyen terme négociables			
	En milliards d'euros ^{a)}		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
20/06/15 au 26/06/15	0,42	58,87	119
27/06/15 au 03/07/15	0,82	59,41	121
04/07/15 au 10/07/15	0,28	58,94	121
11/07/15 au 17/07/15	0,39	58,96	120
18/07/15 au 24/07/15	0,13	59,00	121
25/07/15 au 31/07/15	0,35	59,18	121
01/08/15 au 07/08/15	0,26	59,16	121
08/08/15 au 14/08/15	0,69	59,41	121
15/08/15 au 21/08/15	0,03	59,43	121
22/08/15 au 28/08/15	0,02	59,41	121
29/08/15 au 04/09/15	0,05	59,04	121
05/09/15 au 11/09/15	0,09	57,31	121
12/09/15 au 18/09/15	0,24	57,35	121



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 23 septembre 2015

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 23 septembre 2015

Figure 30
Titres d'OPC – France

(en milliards d'euros)

	2014		2015	2015
	sept.	déc.	mars	juil.
Actif net des OPC par catégories				
OPC monétaires	303,90	288,90	306,62	324,56
OPC obligations	236,13	240,34	249,28	
OPC actions	283,92	282,55	327,03	
OPC diversifiés	288,99	290,55	321,60	
OPC de fonds alternatifs	12,72	12,40	11,95	
OPC garantis	0,00	0,00	0,00	
Fonds à formule	36,74	36,11	36,10	

Actif net des OPC monétaires

(en milliards d'euros)

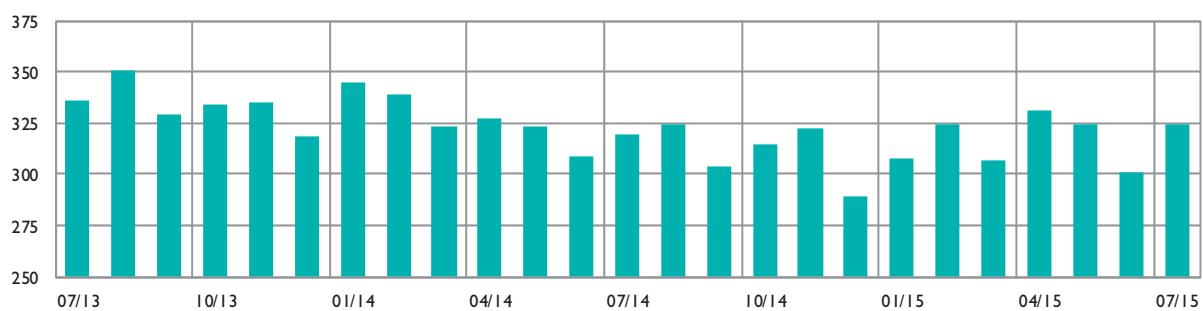


Figure 3 I
Émissions de titres de dette et d'actions cotées par les résidents français

(en milliards d'euros)

	Encours ^{a)}		Émissions nettes ^{b)}			
	2014	2015	Cumul 12 mois	2015		
	juil. ^{c)}	juil. ^{c)}		mai ^{c)}	juin ^{c)}	juil. ^{c)}
Titres de dette des résidents français						
Total	3 461,3	3 473,1	11,8	-4,6	-11,8	0,6
Sociétés non financières	541,8	565,3	23,5	-1,0	-2,2	4,7
<i>court terme (≤ 1 an)</i>	50,2	58,4	8,2	0,3	0,2	-0,2
<i>long terme (> 1 an)</i>	491,6	506,8	15,3	-1,3	-2,3	4,9
Administrations publiques	1 673,9	1 724,9	51,0	0,1	-1,4	2,9
<i>court terme (≤ 1 an)</i>	211,6	182,7	-28,9	-6,9	-7,7	-2,7
<i>long terme (> 1 an)</i>	1 462,3	1 542,3	80,0	7,0	6,3	5,6
Institutions financières monétaires ^{d)}	1 126,9	1 059,4	-67,6	-4,9	-10,4	-8,4
<i>court terme (≤ 1 an)</i>	259,8	195,5	-64,3	-10,1	-12,6	-11,2
<i>long terme (> 1 an) ^{d)}</i>	867,2	863,9	-3,3	5,2	2,3	2,9
Institutions financières non monétaires ^{e)}	118,7	123,6	4,9	1,2	2,1	1,5

(en milliards d'euros)

	Encours ^{f)}		Émissions nettes ^{b)}			Émissions brutes ^{g)}	Rachats ^{g)}
	2014	2015	Cumul 12 mois	2015		Cumul 12 mois	Cumul 12 mois
	juil.	juil.		juin	juil.		
Actions françaises cotées							
Total	1 582,9	1 919,6	23,6	1,5	-0,1	33,4	9,8
Sociétés non financières	1 372,8	1 651,8	22,5	1,4	0,0	31,8	9,3
Institutions financières monétaires	142,2	180,0	0,9	0,1	-0,1	0,9	0,0
Institutions financières non monétaires	67,9	87,8	0,2	-0,1	0,0	0,7	0,5

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

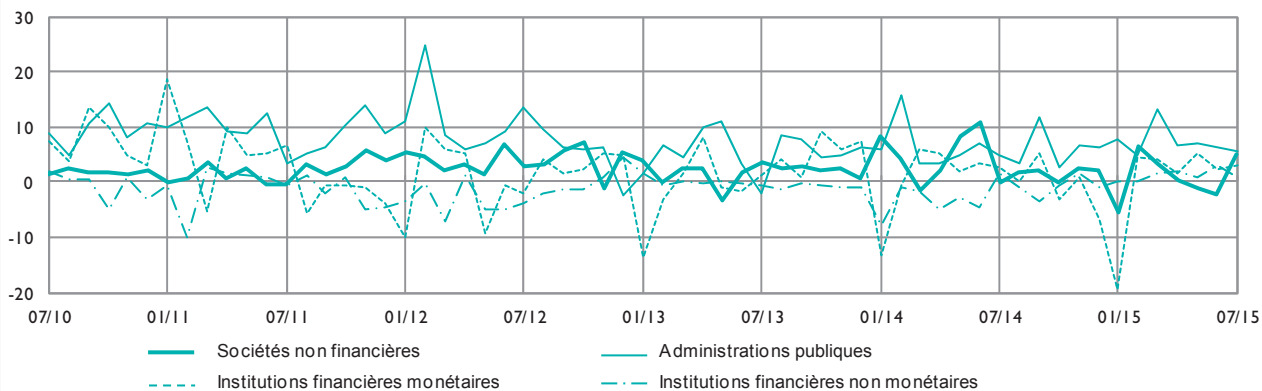
f) L'encours des actions cotées est valorisé au prix de marché.

g) Données non cvs

Figure 32
Émissions de titres de dette et d'actions cotées des résidents français par secteur émetteur

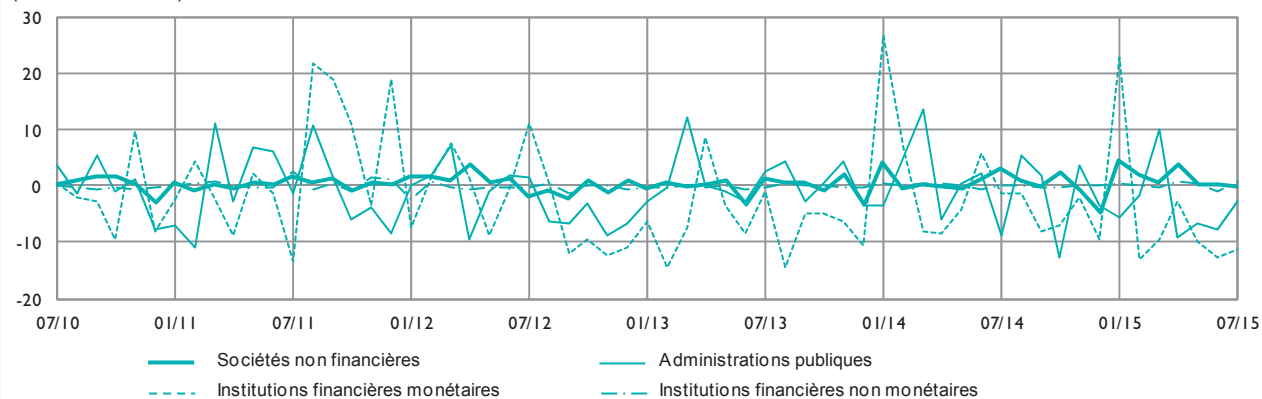
Émissions nettes de titres de dette à long terme des résidents français, désaisonnalisées

(en milliards d'euros)



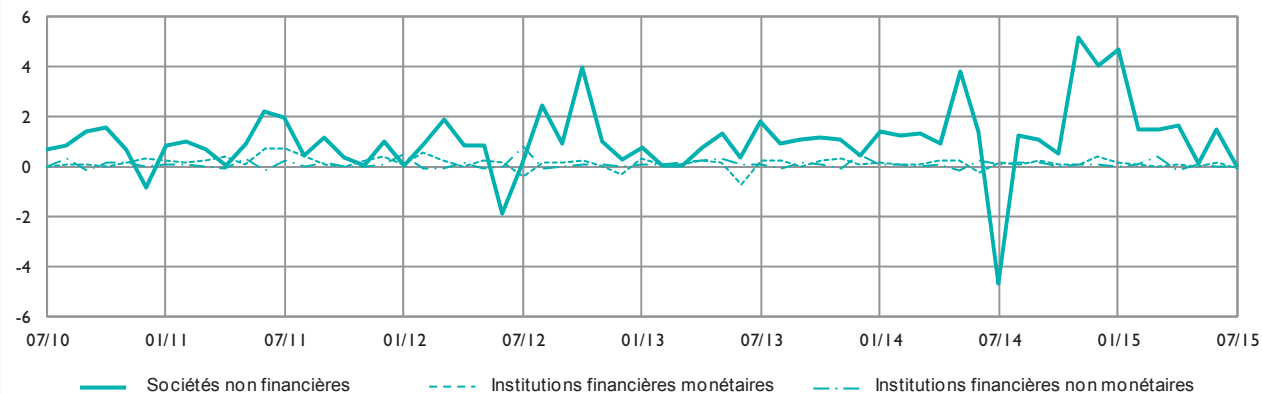
Émissions nettes de titres de dette à court terme des résidents français, désaisonnalisées

(en milliards d'euros)



Émissions nettes d'actions cotées des résidents français, désaisonnalisées

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 23 septembre 2015

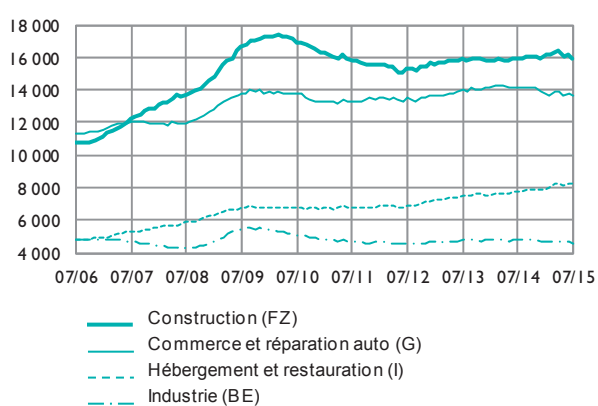
Figure 33
État des défaillances d'entreprises par secteur – France

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

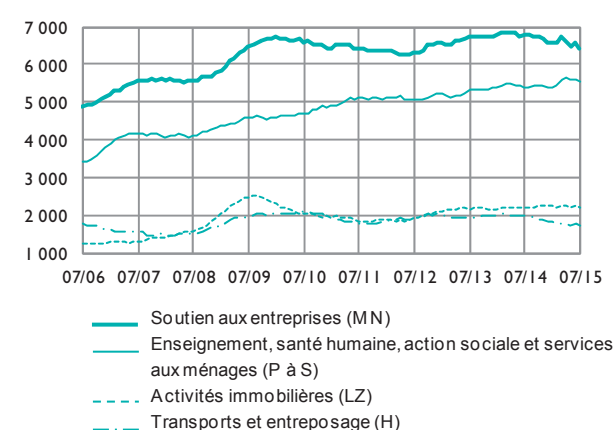
	2014						2015						
	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.
Agriculture, sylviculture, pêche (AZ)	1 378	1 377	1 377	1 386	1 423	1 407	1 378	1 350	1 364	1 368	1 353	1 347	1 316
Industrie (BE)	4 760	4 738	4 773	4 742	4 749	4 635	4 616	4 646	4 711	4 706	4 625	4 634	4 543
Construction (FZ)	15 941	15 934	15 986	16 025	16 037	15 918	16 135	16 116	16 339	16 408	16 008	16 136	15 882
Commerce et réparation auto (G)	14 084	14 072	14 129	14 073	14 087	13 846	13 800	13 670	13 928	13 890	13 581	13 745	13 605
Transports et entreposage (H)	1 990	1 980	1 948	1 878	1 863	1 798	1 805	1 762	1 777	1 790	1 710	1 750	1 720
Hébergement et restauration (I)	7 777	7 806	7 830	7 842	7 845	7 820	7 917	8 000	8 186	8 217	8 078	8 289	8 260
Information et communication (JZ)	1 551	1 551	1 567	1 555	1 540	1 488	1 477	1 484	1 486	1 463	1 429	1 465	1 459
Activités financières et d'assurance (KZ)	1 259	1 268	1 290	1 297	1 301	1 272	1 291	1 287	1 307	1 296	1 248	1 248	1 234
Activités immobilières (LZ)	2 215	2 209	2 214	2 223	2 250	2 231	2 250	2 207	2 254	2 241	2 217	2 237	2 205
Soutien aux entreprises (MN)	6 783	6 798	6 756	6 725	6 696	6 558	6 582	6 583	6 713	6 654	6 483	6 557	6 430
Enseignement, santé humaine, action sociale et services aux ménages (P à S)	5 395	5 393	5 441	5 447	5 449	5 401	5 404	5 452	5 612	5 646	5 569	5 609	5 514
Secteur inconnu	108	112	112	117	120	125	137	140	149	164	172	185	203
Total des secteurs	63 241	63 238	63 423	63 310	63 360	62 499	62 792	62 697	63 826	63 843	62 473	63 202	62 371

Défaillances d'entreprises en cumul 12 mois

(en nombre d'entreprises, données brutes)



(en nombre d'entreprises, données brutes)



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

Figure 34
Systèmes de paiement de masse – France

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

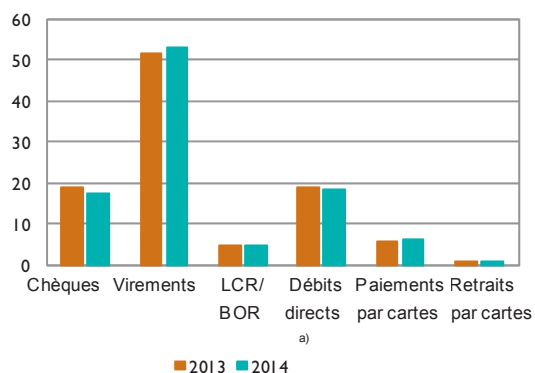
	2011	2012	2013	2014	2015			2015
					juin	juil.	août	Part
Chèques	5 478	4 947	3 986	3 662	3 616	3 675	2 892	15,3
Virements	9 646	10 167	10 827	11 185	12 589	12 555	10 580	55,9
dont virements SEPA	2 555	4 130	5 967	10 701	12 589	12 555	10 580	55,9
LCR/BOR	1 142	1 079	981	964	859	855	872	4,6
Prélèvements	1 938	2 004	2 048	1 868	1 854	1 877	1 723	9,1
TIP	130	131	129	125	56	63	61	0,3
Téléversements	1 343	1 491	1 766	1 872	2 144	1 938	1 391	7,4
Paievements par cartes	1 085	1 152	1 200	1 248	1 314	1 286	1 241	6,6
Retraits par cartes	145	146	147	149	158	159	160	0,8
Total	20 907	21 116	21 085	21 073	22 590	22 409	18 921	100,0

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

	2011	2012	2013	2014	2015			2015
					juin	juil.	août	Part
Chèques	9 112	8 588	8 040	7 555	7 077	6 743	5 477	10,5
Virements	7 549	7 593	7 722	7 927	8 266	8 014	7 212	13,9
dont virements SEPA	1 400	2 154	3 641	7 608	8 266	8 014	7 212	13,9
LCR/BOR	303	291	281	277	261	268	258	0,5
Prélèvements	8 502	8 680	8 737	8 603	8 751	9 127	8 258	15,9
TIP	342	320	301	280	217	210	181	0,3
Téléversements	76	101	127	150	99	183	83	0,2
Paievements par cartes	22 969	24 489	25 868	27 405	29 434	28 660	28 095	54,1
Retraits par cartes	2 422	2 407	2 397	2 409	2 544	2 387	2 387	4,6
Total	51 275	52 469	53 472	54 607	56 650	55 592	51 952	100,0

Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des montants échangés)



a) Débits directs : les prélèvements, les TIP et les téléversements

Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des volumes échangés)

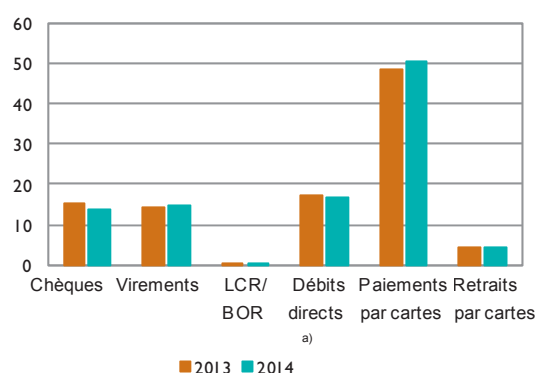


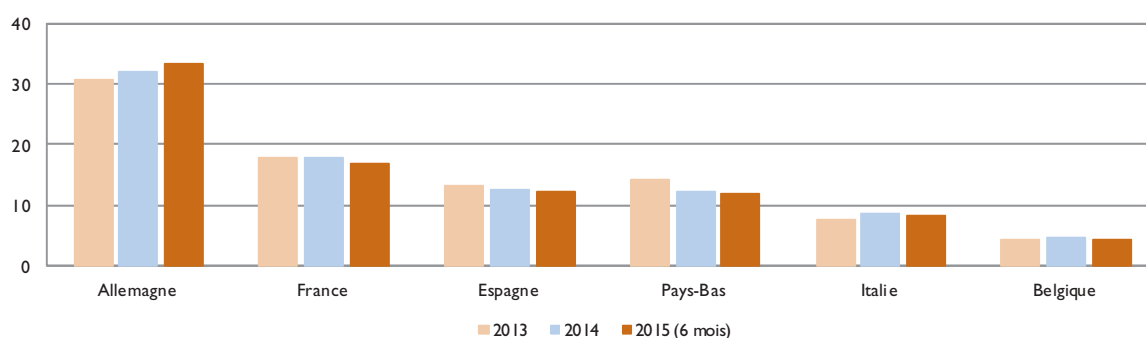
Figure 35
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

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

	2011	2012	2013	2014	2015			2015
					juin	juil.	août	Part
France	398	431	343	340	319	302	267	15,7
Allemagne	818	764	594	615	614	597	556	32,7
Autriche	27	25	21	29	25	27	24	1,4
Belgique	106	104	84	86	84	82	74	4,4
Chypre	2	3	1	1	0	0	0	0,0
Espagne	367	345	255	244	215	219	191	11,3
Estonie	1	1	1	1	0	0	0	0,0
Finlande	47	85	39	39	34	34	32	1,9
Grèce	23	20	34	26	23	32	22	1,3
Irlande	21	17	15	15	11	11	10	0,6
Italie	129	128	147	162	150	131	141	8,3
Lettonie	–	–	–	1	1	1	1	0,0
Lituanie	–	–	–	0	1	1	1	0,1
Luxembourg	57	70	67	68	66	69	60	3,5
Malte	0	1	0	0	0	1	1	0,1
Pays-Bas ^{a)}	308	412	272	232	248	250	241	14,2
Portugal	22	14	11	11	11	7	5	0,3
Slovaquie	3	3	2	3	3	2	2	0,1
Slovénie	2	3	2	3	3	3	3	0,2
EPM-BCE	36	35	29	39	46	57	55	3,2
Total TARGET2 zone euro ^{b)}	2 368	2 462	1 918	1 916	1 856	1 826	1 686	99,2
Hors zone euro	17	15	17	15	14	13	13	0,8
Total TARGET2 Union européenne ^{b)}	2 385	2 477	1 935	1 931	1 870	1 840	1 699	100,0
Euro I ^{c)}	249	226	191	186	205	192	182	

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

(% des capitaux échangés)



La somme des composantes peut ne pas être égale au total (ou à 100) en raison des arrondis.

Depuis janvier 2009, une nouvelle méthodologie de collecte et de reporting statistique a été mise en place sur les données TARGET2 afin d'améliorer la qualité des données. Cet élément doit être pris en considération lors des comparaisons des données 2009 avec les données antérieures.

a) Depuis le 19 mai 2008, les opérations du Royaume-Uni transitent par ce pays.

b) Composition variable en fonction des pays qui participent aux systèmes de paiement en euros.

c) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro (ABE). Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

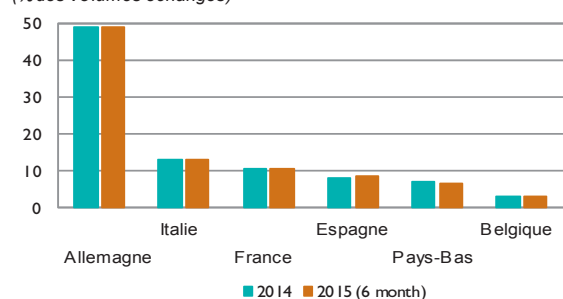
Figure 36
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

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

	2011	2012	2013	2014	2015			2015 Part
					juin	juil.	août	
France	34 139	33 830	35 753	36 791	37 991	36 261	31 971	10,0
Allemagne	172 884	175 611	179 655	172 560	173 350	172 296	163 190	51,3
Autriche	6 294	6 711	4 719	4 525	4 668	4 704	4 462	1,4
Belgique	10 265	9 955	9 322	10 169	9 368	9 204	8 224	2,6
Chypre	515	613	872	544	505	487	443	0,1
Espagne	29 509	29 760	30 105	28 420	29 705	28 896	25 233	7,9
Estonie	329	360	417	616	1 209	1 135	1 329	0,4
Finlande	1 571	1 611	1 596	1 620	1 586	1 500	1 514	0,5
Grèce	5 861	4 335	4 292	3 322	3 286	1 817	2 329	0,7
Irlande	4 376	4 012	3 589	3 589	3 491	3 426	3 224	1,0
Italie	33 643	34 837	40 711	45 147	44 195	42 348	35 857	11,3
Lettonie	–	–	–	1 397	1 700	1 204	1 124	0,4
Lituanie	–	–	–	424	300	309	305	0,1
Luxembourg	3 229	3 509	4 398	4 881	5 327	5 326	4 767	1,5
Malte	72	157	236	299	236	213	238	0,1
Pays-Bas ^{a)}	32 490	33 144	31 300	25 040	22 641	22 509	20 476	6,4
Portugal	4 165	4 166	4 276	4 751	4 405	4 335	4 129	1,3
Slovaquie	730	1 090	1 255	1 003	955	870	848	0,3
Slovénie	3 039	2 786	2 697	2 781	2 673	2 617	2 486	0,8
EPM-BCE	379	553	590	679	691	704	700	0,2
Total TARGET2 zone euro^{b)}	343 488	347 040	355 785	348 557	348 282	340 161	312 848	98,3
Hors zone euro	5 017	7 145	7 313	5 705	5 814	5 865	5 514	1,7
Total TARGET2 Union européenne^{b)}	348 505	354 185	363 099	354 263	354 095	346 026	318 362	100,0
Euro I^{c)}	242 499	260 135	251 518	228 655	220 432	214 187	195	

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

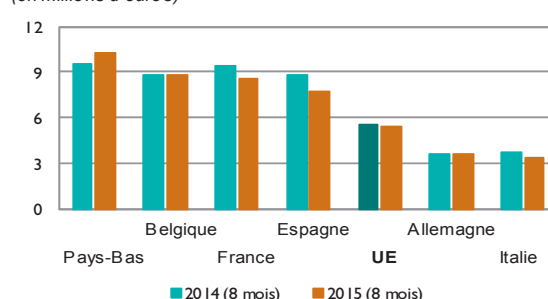
(% des volumes échangés)



Montant moyen d'une opération

dans le système TARGET2 de l'Union européenne

(en millions d'euros)



La somme des composantes peut ne pas être égale au total (ou à 100) en raison des arrondis.

Depuis janvier 2009, une nouvelle méthodologie de collecte et de reporting statistique a été mise en place sur les données TARGET2 afin d'améliorer la qualité des données. Cet élément doit être pris en considération lors des comparaisons des données 2009 avec les données antérieures.

a) Depuis le 19 mai 2008, les opérations du Royaume-Uni transitent par ce pays.

b) Composition variable en fonction des pays qui participent aux systèmes de paiement en euros.

c) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro (ABE). Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

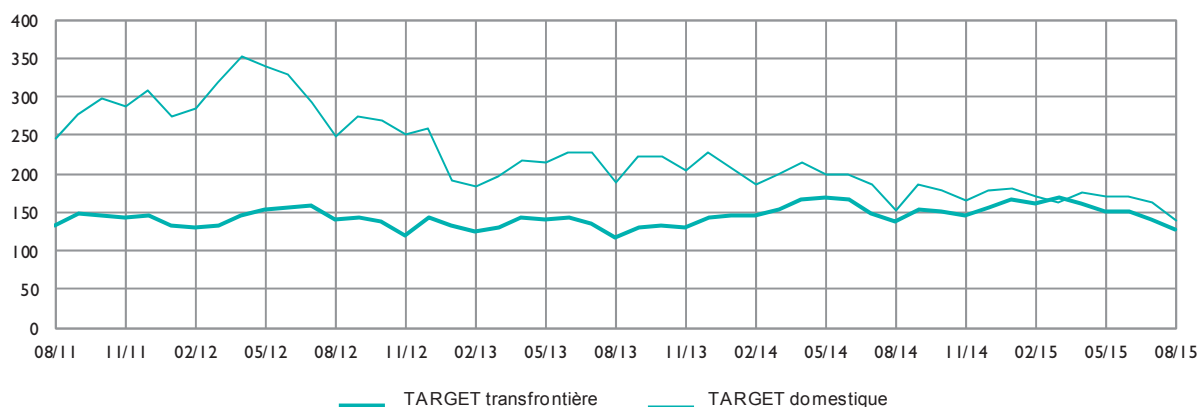
Figure 37
Systèmes de paiement de montant élevé – France

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

	2011	2012	2013	2014	2015			2015
					juin	juil.	août	Part
Garanties mobilisées dans TARGET domestique France ^{b)}								
Titres français négociables	81,6	127,4	109,8	65,0	73,2	78,3	66,8	31,1
Créances privées	146,4	189,9	180,7	148,8	47,1	46,8	47,0	21,9
Titres mobilisés via le CCBM	60,5	53,7	63,7	68,5	97,1	97,8	97,9	45,6
Autres titres étrangers ^{c)}	3,5	2,7	3,4	4,6	4,6	3,8	3,2	1,5
Total	292,0	373,8	357,6	286,9	222,0	226,7	214,9	100,0

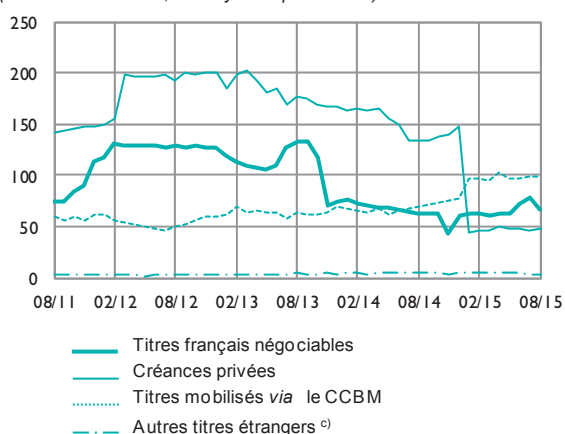
Évolution mensuelle des capitaux échangés ^{a)}

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

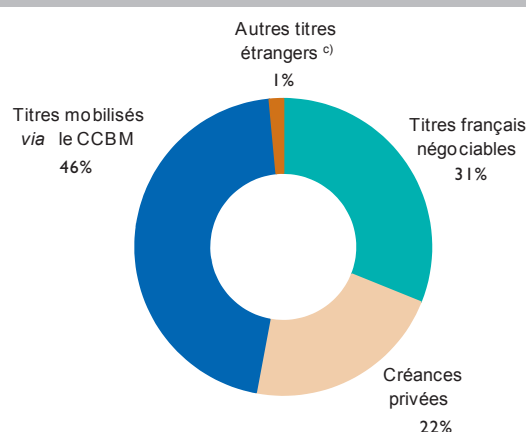


Évolution mensuelle des garanties mobilisées ^{b)}

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées en août 2015 ^{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 23 septembre 2015

Notice méthodologique

I | Situation économique générale

I | I 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.

I | 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 6^e *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-Miquelon³. 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 6^e *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 6^e *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 comptes 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'arrêt 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 + Lituanie + Luxembourg + Malte + Pays-Bas + Portugal + Slovaquie + Slovénie

Depuis le 1^{er} janvier 2015, la zone euro inclut la Lituanie. 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 OPC 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 (OPC 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'OPC 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>

- Comptes financiers des agents non financiers
- Épargne des ménages
- Évolutions monétaires France

Titres, crédit et dépôts

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

- Dépôts et titres d'OPC
- 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
- Publications régionales
- Prévisions économiques

Balance des paiements et autres statistiques internationales

<http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/balance-des-paiements-et-autres-statistiques-internationales.html>

- La balance des paiements et la position extérieure
- Les investissements directs
- L'activité bancaire internationale
- Les documents de travail en économie internationale
- Les réserves nettes de change

Entreprises

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

- Crédits aux entreprises (encours)
- Défaillances d'entreprises
- Délais de paiement
- Comptes d'entreprises en Europe
- Structure et performances des entreprises

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
- Les taux de l'usure
- Taux du marché interbancaire
- Taux de référence des bons du Trésor et OAT
- Indices obligataires
- Cours de l'or

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
- Dépôts et crédits en région : centralisations financières territoriales
- Émissions de titres
- Endettement des agents non financiers
- Endettement des agents non financiers dans les autres pays
- Taux d'intermédiation financière
- Comptes nationaux financiers
- Activité financière internationale
- Balance des paiements et Position extérieure
- Investissements directs
- Enquêtes de conjoncture
- Entreprises : délais de paiement
- Moyens de paiement scripturaux
- Systèmes de paiement et titres

Abréviations

Organismes et institutions

BCE	Banque centrale européenne
BCEAO	Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest
BCN	Banque centrale nationale
BEA	<i>Bureau of Economic Analysis</i>
BEAC	Banque des États de l'Afrique centrale
BIT	Bureau international du travail
BLS	<i>Bureau of Labour Statistics</i>
BRI	Banque des règlements internationaux
CDC-CNE	Caisse des dépôts et consignations – Caisse nationale d'épargne
Dares	Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (ministère du Travail)
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
IFM	Institutions financières monétaires
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques

Zones économiques

CEMAC	Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale
PECO	Pays de l'Europe centrale et orientale
ZE à 19	Zone euro à dix-neuf pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Portugal, Slovaquie, Slovénie)
UE à 29	Union européenne à vingt-neuf pays (ZE à 19 + Bulgarie, Croatie, Danemark, Hongrie, 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 de la Bourse de Paris. 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 101 ^e à la 290 ^e)
CCBM	Modèle de banque centrale correspondante (<i>Correspondent Central Banking Model</i>)
DAX	Indice de la Bourse de Francfort très corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs
DOW JONES	Indice de Wall Street
Euro 1 (ABE)	Système de paiement de montant élevé à règlement net de l'Association bancaire pour l'euro
Eonia	<i>Euro over night index average</i>
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 indiciaires sur défaut
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
ISM	Indice américain de l'activité manufacturière
MIDCAC	Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas
NASDAQ	Indice américain des valeurs de croissance technologiques, principalement
NIKKEI	Indice de la Bourse de Tokyo
SP 500	Indice américain composé de 500 actions négociées surtout sur le NYSE (<i>New York Stock Exchange</i>)

Autres sigles

ANF	Agents non financiers
APD	Aide publique au développement
APU	Administrations publiques
BMTN	Bon à moyen terme négociable
BTAN	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
BTF	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
CAF/FAB	Coût, assurance/fret franco-à-bord
CDO	Obligation sur dette collatéralisée
CDN	Certificat de dépôt négociable
CDS	<i>Credit default swaps</i>

CEL	Compte d'épargne logement
Cjo	Données corrigées des jours ouvrables
Cvs	Données corrigées des variations saisonnières
EC	Établissement de crédit
EI	Entreprise d'investissement
EIT	Endettement intérieur total
EMTN	<i>Euro medium term notes</i>
Euribor	<i>Euro interbank offered rate</i>
FAB	Franco-à-bord
FBCF	Formation brute de capital fixe
FCC	Fonds commun de créances
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	<i>London interbank offered rate</i>
NES 16	Nomenclature économique sectorielle établie par l'Insee
OAT	Obligation assimilable du Trésor
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPR	Opération principale de refinancement
OTC	<i>Over-the-counter</i> (marché de gré à gré)
PEL	Plan d'épargne-logement
PEP	Plan d'épargne populaire
PFIT	Période de fixation initiale des taux
PIB	Produit intérieur brut
PMI	Petites et moyennes industries
SNF	Sociétés non financières
SQS	Sociétés et quasi-sociétés
TARGET	Système européen de paiement de gros montant à règlement brut en temps réel (<i>Trans-European automated real-time gross settlement express transfer system</i>) en fonction entre le 1 ^{er} 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 (<https://www.banque-france.fr/fr/publications/accueil.htm>).

Rapport annuel de la Banque de France

<https://www.banque-france.fr/publications/publications/rapport-annuel-de-la-banque-de-france.html>

Études parues dans le Bulletin de la Banque de France

<https://www.banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france.html>

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, 1^{er} trimestre

« La publicité dans le secteur financier : l'action de l'Autorité de contrôle prudentiel depuis 2010 », n° 191, 1^{er} 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, 1^{er} trimestre

« Dynamiques de salaires et rééquilibrage des comptes courants dans la zone euro », n° 191, 1^{er} 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, 1^{er} trimestre

« Le microcrédit accompagné. Compte rendu du colloque organisé par la Banque de France le 12 décembre 2012 », n° 191, 1^{er} trimestre

« La situation financière des grands groupes cotés à fin 2012 : les effets de la crise se font inégalement ressentir », n° 192, 2^e 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, 2^e 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, 2^e 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, 2^e trimestre

« La compétitivité des entreprises : synthèse de la conférence du réseau CompNet Banque de France – 20 et 21 septembre 2012 », n° 192, 2^e trimestre

« Les OPCVM français au travers de la crise (2008-2012) », n° 192, 2^e trimestre

« Les salaires réels ont-ils été affectés par les évolutions du chômage en France avant et pendant la crise ? », n° 192, 2^e trimestre

« Patrimoine et endettement des ménages dans la zone euro : le rôle prépondérant de l'immobilier », n° 192, 2^e trimestre

« Le FMI et la gestion des flux de capitaux : la longue route vers une approche pragmatique », n° 192, 2^e trimestre

« Pétrole et macroéconomie – Synthèse de l'atelier Banque de France du 14 novembre 2012 », n° 192, 2^e trimestre

« La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2012 », n° 193, 3^e trimestre

« Les entreprises moyennes cotées en bourse : de bonnes performances en 2011 mais moins favorables en 2012 », n° 193, 3^e trimestre

« Le ralentissement de l'activité pèse sur la rentabilité et les investissements des PME en 2012 », n° 193, 3^e trimestre

« Les placements des organismes d'assurance à fin 2012 », n° 193, 3^e 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, 3^e 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, 3^e trimestre

- « La situation financière des grands groupes cotés au premier semestre 2013 : une pause dans l'expansion, sur fond de désendettement », n° 194, 4^e trimestre
- « Les entreprises en France en 2012 : dégradation des performances mais consolidation des équilibres financiers », n° 194, 4^e 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, 4^e trimestre
- « Les délais de paiement en 2012: le mouvement de réduction du crédit interentreprises s'interrompt », n° 194, 4^e trimestre
- « Quels sont les effets sur l'inflation des changements de TVA en France? », n° 194, 4^e trimestre
- « La titrisation en France: évolutions récentes », n° 194, 4^e trimestre
- « Le patrimoine économique national en 2012 : une quasi-stabilité », n° 194, 4^e trimestre
- « L'innovation au cœur du fiduciaire: le premier billet de la série Europe », n° 194, 4^e trimestre
- « Les Français et l'économie – L'enseignement de l'économie devrait tenir une place plus importante dans le système éducatif », n° 194, 4^e 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, 1^{er} 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, 1^{er} trimestre
- « Ajustement international et rééquilibrage de la demande mondiale : où en sommes-nous ? », n° 195, 1^{er} trimestre
- « Marché du travail : institutions et réformes », n° 195, 1^{er} trimestre
- « *Trading* algorithmique et *trading* haute fréquence », n° 195, 1^{er} trimestre

- « La rentabilité des grands groupes français s'érode en 2013, mais leur trésorerie reste stable et leur structure financière se conforte », n° 196, 2^e trimestre
- « Groupes cotés européens des secteurs non financiers : rentabilité et structure financière en 2012 », n° 196, 2^e trimestre
- « Les crédits bancaires accordés aux groupes : quel degré de concentration des entités emprunteuses et des banques prêteuses ? », n° 196, 2^e trimestre
- « Le système de cotation de la Banque de France, un outil au service de l'économie », n° 196, 2^e trimestre
- « Productivité du travail en Europe : allocation efficace de l'emploi ou performance des firmes ? », n° 196, 2^e trimestre
- « L'impact de l'évolution des prix immobiliers sur les coûts salariaux – Comparaison France-Allemagne », n° 196, 2^e trimestre
- « L'actif net des organismes de placement collectif français non monétaires augmente en 2013 en dépit de retraits nets », n° 196, 2^e trimestre
- « La monnaie fiduciaire en France en 2013 », n° 196, 2^e trimestre

- « La détention par les non-résidents des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2013 », n° 197, 3^e trimestre
- « Les entreprises d'assurance en France : une structure de portefeuille qui évolue peu en 2013 », n° 197, 3^e trimestre
- « Le recul de la rentabilité pèse sur l'investissement des PME », n° 197, 3^e trimestre
- « L'accroissement de la dette étudiante aux États-Unis, source de fragilité économique ? », n° 197, 3^e trimestre
- « Les coûts du travail des services domestiques incorporés aux exportations pèsent-ils sur la compétitivité-coût ? », n° 197, 3^e trimestre

- « Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : les tendances à mi-2014 », n° 198, 4^e trimestre
- « Évolution des flux de placements financiers des ménages français entre juin 2013 et juin 2014 et incidence sur les groupes de bancassurance », n° 198, 4^e trimestre

- « Le patrimoine économique national en 2013 – Deuxième année de stabilité », n° 198, 4^e trimestre
- « L'intérêt des Français pour l'économie et leur perception de la situation économique en 2014 – Résultats du sondage présentés aux *Journées de l'économie* », n° 198, 4^e trimestre
- « La situation financière des principaux groupes français au premier semestre 2014 : entre précaution et désendettement », n° 198, 4^e trimestre
- « Les entreprises en France en 2013 : tirée par les grandes entreprises, la rentabilité se redresse », n° 198, 4^e trimestre
- « Les délais de paiement en 2013 : le solde du crédit interentreprises atteint son plus haut niveau depuis 2007 », n° 198, 4^e trimestre
- « La courbe de Beveridge dans la zone euro depuis la crise : une hausse du chômage structurel depuis 2010 », n° 198, 4^e trimestre
- « Marché du travail et politique monétaire aux États-Unis : débats actuels et enjeux », n° 198, 4^e trimestre
- « La balance des paiements de la France selon les nouvelles normes internationales : une réponse statistique à la mondialisation de l'économie », n° 198, 4^e trimestre
- « Quatre instruments de renforcement de l'intégration financière en Afrique subsaharienne », n° 198, 4^e trimestre
- « Réussir l'intégration financière en Afrique – Synthèse de la conférence organisée par la Banque de France et la Ferdi le 27 mai 2014 », n° 198, 4^e trimestre

Année 2015

- « Les effets macroéconomiques sur la productivité et les prix de vastes réformes structurelles sur les marchés des biens et du travail », n° 199, 1^{er} trimestre
- « Marché du travail : institutions et réformes. Synthèse de la troisième conférence sur le marché du travail des 4 et 5 décembre 2014 organisée à Aix-en-Provence par l'École d'économie d'Aix-Marseille et la Banque de France », n° 199, 1^{er} trimestre
- « L'évolution de la monnaie et du crédit en 2014 », n° 199, 1^{er} trimestre
- « La progression modérée de la durée d'utilisation des équipements se poursuit en 2014. Résultats de l'enquête menée par la Banque de France », n° 199, 1^{er} trimestre
- « Situation financière et financement des sociétés non financières françaises », n° 199, 1^{er} trimestre
- « La situation financière des entreprises. Synthèse du colloque organisé par la Banque de France le 21 novembre 2014 », n° 199, 1^{er} trimestre
- « Surévaluation et rentabilité des biens immobiliers en zone euro : l'apport des données en euros par mètre carré », n° 199, 1^{er} trimestre

- « Projections macroéconomiques pour la France en juin 2015 », n° 200, 2^e trimestre
- « La monnaie fiduciaire en France en 2014 », n° 200, 2^e trimestre
- « En 2014 les principaux groupes français poursuivent leur consolidation financière et améliorent leur rentabilité », n° 200, 2^e trimestre
- « Revenus d'investissements directs à l'étranger et profits des groupes du CAC 40 de 2005 à 2013 », n° 200, 2^e trimestre
- « Groupes cotés européens des secteurs non financiers : rentabilité et structure financière en 2013 », n° 200, 2^e trimestre
- « Diffusion et contribution à la croissance des TIC aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni », n° 200, 2^e trimestre
- « Impacts macroéconomiques internationaux des réformes structurelles », n° 200, 2^e trimestre

Études sur les entreprises

<https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/entreprises.html>

Études parues dans la Revue de la stabilité financière

<https://www.banque-france.fr/publications/revue-de-la-stabilite-financiere.html>

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 efficaces, 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 œuvre 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 œuvre », n° 18, avril
- « La mise en œuvre 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

Année 2015

- « L'après-crise et le financement de l'économie : enjeux et défis pour la stabilité financière », n° 19, avril
- « Achever l'intégration du marché des capitaux », n° 19, avril
- « Quelles sont les conséquences du nouveau visage de l'intermédiation financière internationale pour les économies de marché émergentes? », n° 19, avril
- « Quels financements pour soutenir la croissance des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire et préparer la compétitivité de demain? », n° 19, avril
- « La relance de la titrisation », n° 19, avril
- « Soutenir une croissance durable : le rôle des systèmes bancaires sûrs et stables », n° 19, avril
- « En quoi un ratio de levier complémentaire peut-il améliorer la stabilité financière, les activités de prêt traditionnelles et la croissance économique? », n° 19, avril
- « Comment faciliter l'accès des entreprises européennes au crédit bancaire? », n° 19, avril
- « L'impact du nouveau paradigme réglementaire sur le rôle des banques dans le financement de l'économie », n° 19, avril
- « Impact de la réglementation financière sur le financement à long terme de l'économie par les banques », n° 19, avril
- « Les banques internationales et l'adoption d'un nouveau dispositif réglementaire : effets sur le financement des marchés émergents et des économies en développement », n° 19, avril
- « Le coût d'opportunité du collatéral mis en dépôt : réforme des marchés de produits dérivés et activité de prêt des banques », n° 19, avril
- « Épargne de long terme : le cas de l'assurance-vie en France », n° 19, avril
- « Le financement à long terme de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire », n° 19, avril
- « Le rôle des investisseurs dans la promotion d'une croissance durable à long terme », n° 19, avril
- « Réallouer l'épargne à l'investissement – Le nouveau rôle des gestionnaires d'actifs », n° 19, avril

Documents et débats

<https://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

<https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/focus.html>

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

« Le collatéral : pour un développement maîtrisé », n° 12, septembre

Année 2015

« La croissance potentielle : une notion déterminante mais complexe », n° 13, mars

« L'épargne des ménages français : davantage drainée par les produits réglementés qu'orientée par les mécanismes de marché », n° 14, juillet

Rue de la Banque

<https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/rue-de-la-banque.html>

Année 2014

« Le découplage des courbes de rendement en euro et en dollar », n° 1, décembre

Année 2015

« L'éducation financière influence-t-elle les décisions des individus ? », n° 2, janvier

« Crédit et liquidité : une décomposition du risque dans les écarts de taux interbancaires », n° 3, février

« Comment mesurer l'interconnexion entre banques, assureurs et conglomérats financiers ? », n° 4, mars

« Interconnexions et risque de contagion dans le secteur bancaire européen », n° 5, avril

« Inflation basse en zone euro : rôle des prix d'imports et de l'atonie économique », n° 6, mai

« Tendances de la productivité entre 1890 et 2012 dans les pays développés », n° 7, juin

« Hausse des exigences réglementaires en capital et offre de crédit bancaire en période de crise : le cas du *Capital Exercise* de l'EBA en zone euro », n° 8, juillet

« Comment expliquer la hausse du taux d'épargne des ménages français depuis le début de la crise ? », n° 9, septembre

Rapports

<https://www.banque-france.fr/publications/publications.html>

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 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
Rapport de l'Observatoire des tarifs bancaires
Rapport annuel de la Zone franc
Bilan de la médiation bancaire

Année 2014

Rapport de l'Observatoire des délais de paiement
Rapport annuel de la balance des paiements et de la position extérieure de la France
Troisième rapport du Comité de suivi de la réforme de l'usure
Rapport de l'Observatoire de l'épargne réglementée
Rapport de l'Observatoire de la sécurité des cartes de paiement
Rapport de l'Observatoire des tarifs bancaires
Rapport annuel de la Zone franc
Le surendettement des ménages – enquête typologique
Rapport annuel du Comité consultatif du secteur financier
Bilan de la médiation bancaire

Année 2015

Cartographie des moyens de paiement scripturaux – Bilan de la collecte 2014
Rapport de la surveillance des moyens de paiement et des infrastructures des marchés financiers
Rapport annuel de la balance des paiements et de la position extérieure de la France
Rapport de l'Observatoire de l'inclusion bancaire
Rapport annuel de l'Observatoire de l'épargne réglementée
Rapport annuel de l'Observatoire de la sécurité des cartes de paiement
Rapport annuel de la Zone franc

PARUTION

en juillet 2015

Observatoire de l'inclusion bancaire



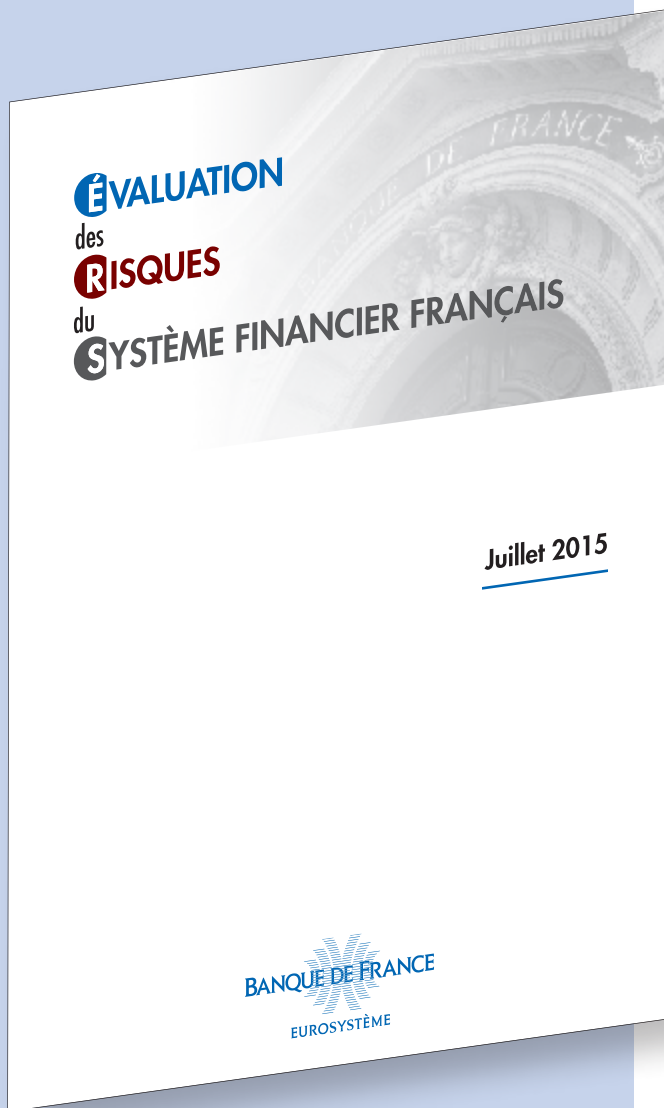
- Les missions de l'Observatoire de l'inclusion bancaire
- Le diagnostic statistique
- Des acteurs mobilisés en faveur de l'inclusion bancaire

Le Rapport annuel de l'Observatoire de l'inclusion bancaire (<https://www.banque-france.fr/publications/publications/rapport-annuel-observatoire-inclusion-bancaire.html>)

PARUTION

en juillet 2015

Évaluation des risques du système financier français



- Synthèse : évaluation des risques et des vulnérabilités du système financier
- Les risques macroéconomiques et de crédit
- Les risques de marché
- Risques pour la stabilité des institutions financières

Accessible sur :
<https://www.banque-france.fr/publications/evaluation-des-risques-du-systeme-financier-francais.html>

PARUTION

en juillet 2015

Rapport annuel d'activité 2014 Observatoire de la sécurité des cartes de paiement



- État des lieux de la sécurisation des paiements par carte sur internet
- Statistiques de fraude pour 2014
- Utilisation des techniques biométriques lors des opérations
- Les nouveaux moyens de paiement : de nouveaux enjeux de sécurité

À commander au (+33) 1 42 92 96 13
Observatoire de la sécurité
des cartes de paiement *
011-2324
39, rue Croix-des-Petits-Champs
75049 Paris cedex 01
Accessible sur :
<https://observatoire.banque-france.fr/>

* dans la limite des stocks disponibles

PARUTION

en juillet 2015

Rapport annuel d'activité 2014 Observatoire de l'épargne réglementée



- L'évolution de l'épargne financière des ménages
- L'activité sur les produits d'épargne réglementée en 2014
- Les encours centralisés et les emplois pour le logement social et la politique de la ville

Accessible sur :
<https://www.banque-france.fr/publications/publications/observatoire-de-lepargne-reglementee.html>

PARUTION

en septembre 2015

Rapport de l'Observatoire des tarifs bancaires



- Méthodologie
- Analyse de l'extrait standard des tarifs
- Les gammes de moyens de paiement alternatifs au chèque
- Les offres groupées de services
- Focus : paiement sans contact et SEPA
- Les constatations des observatoires des tarifs bancaires des instituts d'émission d'outre-mer
- La prise en compte des services financiers dans l'indice des prix à la consommation des ménages (Insee)

Le Rapport de l'Observatoire des tarifs bancaires est en libre téléchargement sur le site internet du CCSF (www.ccsfin.fr).



- Rue de la Banque n° 8, juillet 2015

Hausse des exigences réglementaires en capital et offre de crédit bancaire en période de crise : le cas du *Capital Exercise* de l'EBA en zone euro



- Rue de la Banque n° 9, septembre 2015

Comment expliquer la hausse du taux d'épargne des ménages français depuis le début de la crise ?

Accessible sur :
<https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/rue-de-la-banque.html>

Focus
n° 14 – 21 juillet 2015

**L'épargne des ménages français :
davantage drainée par les produits réglementés
qu'orientée par les mécanismes de marché**

En flux annuels, l'épargne des ménages se situe en France au même niveau en 2014 qu'en 2000. Entre ces deux dates, l'investissement des ménages dans l'immobilier est quasiment stationnaire, tandis que leur épargne financière augmente sensiblement puis revient au niveau initial. Elle se concentre davantage sur les produits à traitement fiscal favorable et à rémunération réglementée (livrets d'épargne réglementés, plans d'épargne logement et contrats d'assurance-vie).

Le patrimoine financier des ménages français représente plus du double du PIB. Sa répartition se déforme au bénéfice des produits à fiscalité favorable et à rémunération réglementée.

Au cours des quinze dernières années, le patrimoine financier des ménages français augmente considérablement : à fin septembre 2014, leurs placements financiers s'élevaient en valeur de marché à 4 258 milliards d'euros, soit deux fois le PIB, contre 2 478 milliards en 2000. Leurs placements (cf. graphique 1) privilégient davantage les produits à traitement fiscal favorable et à rémunération réglementée (produits bancaires réglementés et contrats d'assurance-vie), au détriment de la détention directe de titres (actions, obligations et parts d'organismes de placement collectif - OPC). Ainsi, en 2014, l'épargne réglementée et les contrats d'assurance-vie représentent 52 % du patrimoine financier des ménages au lieu de 44 % en 2000.

Les produits bancaires représentent le tiers du patrimoine financier des ménages en 2000, suivis par les contrats d'assurance-vie à 27 % (cf. graphique 1a). Ces derniers, bénéficiant d'une fiscalité avantageuse, enregistrent des montants record de souscriptions nettes dans la première moitié des années 2000, atteignant 94 milliards en 2006 sur un total de placements de 141 milliards (cf. tableau 1). Cette même année, les placements bancaires, essentiellement sur des produits d'épargne réglementée, se montent à 24 milliards d'euros.

Graphiques 1 – Répartition par type d'instrument des placements financiers des ménages français

(en %)

a) 2000

b) 2014

Source : comptes nationaux financiers, Banque de France.

Banque de France • Focus n° 14 • 21 juillet 2015

Focus n° 14

L'épargne des ménages français : davantage drainée par les produits réglementés qu'orientée par les mécanismes de marché

- Le patrimoine financier des ménages français représente plus du double du PIB. Sa répartition se déforme au bénéfice des produits à fiscalité favorable et à rémunération réglementée
- En France et, en général dans la zone euro, l'investissement en logements recule depuis la crise financière
- La répartition par type de placement de l'épargne financière des ménages varie largement entre pays européens

Accessible sur :
[www.banque-france.fr/publications/
documents-economiques/focus.html](http://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/focus.html)

Éditeur

Banque de France
39, rue Croix-des-Petits-Champs
75001 Paris

Directeur de la publication

Nathalie Aufauvre

Comité éditorial

Corinne Dromer

Unités de la Banque de France représentées :
DGAFP, DGEI, DGS, SGACPR

Rédaction en chef

Corinne Dauchy, Dominique Rougès

Secrétaires de rédaction

Christine Collomb-Jost, Raymond Domurado

Maquettistes, opérateurs PAO et prépresse

Nicolas Besson, Angélique Brunelle, Laurent Caron,
Alexandrine Dimouchy, Christian Heurtaux,
François Lécuyer, Aurélien Lefèvre, Isabelle Pasquier

Demandes d'abonnement

<https://www.banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france/les-bulletins-de-la-banque-de-france/abonnement-aux-bulletins.html>

Édition numérique

Banque de France DIRCOM-SPE

Dépôt légal

Septembre 2015

Internet

Le bulletin : <https://www.banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france.html>

Les publications de la Banque de France : <https://www.banque-france.fr/publications/publications.html>