

207 | Bulletin
de la Banque de France
Septembre-octobre 2016



ÉCONOMIE ET FINANCEMENTS INTERNATIONAUX

- **La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin de l'année 2015**

5

Christophe GUETTE-KHITER

Au 31 décembre 2015, la part des non-résidents dans la détention des 36 sociétés françaises du CAC 40 s'établit à 45 %, un chiffre supérieur à la moyenne des dix dernières années bien qu'en léger recul par rapport à 2014. En 2015, les non-résidents ont été acheteurs nets de titres de sociétés du CAC40, pour 2,1 milliards d'euros, tandis que les résidents l'étaient à hauteur de 6,7 milliards d'euros.

ENTREPRISES

- **La situation des PME en France en 2015**

17

Adrien BOILEAU, Christophe CAHN, Anne-Christèle CHAVY-MARTIN et Maïté LOSTE

En 2015, les PME françaises profitent de la légère reprise économique pour accroître leur activité et maintenir leurs marges. Néanmoins, l'investissement recule, ce qui traduit des perspectives encore fragiles pour ces entreprises.

- **Le coût des capitaux propres des grandes entreprises non financières en zone euro : une évaluation sur la dernière décennie**

33

Clément MAZET-SONILHAC et Jean-Stéphane MÉSONNIER

Après une forte augmentation pendant les récentes périodes de crise, le coût estimé des capitaux propres des entreprises non financières des grands pays de la zone euro se situe à la mi-2016 à un niveau inférieur à celui de début 2006. Cette évolution recèle toutefois une hausse de la prime de risque sur actions en Europe au cours des trois dernières années qui a été masquée par l'effet de la baisse du taux sans risque sur le coût des capitaux propres des grandes entreprises.

CRÉDIT ET FINANCEMENTS

- **La monnaie et ses contreparties en France et en zone euro**

47

Jacques MORENAS et Bérengère RUDELLE

La masse monétaire de la zone euro augmente de + 4,7 % en 2015, après + 3,8 % en 2014. Sa composante française accélère également. La France se distingue des autres pays de la zone euro par le dynamisme des crédits au secteur privé.

- **Structure et évolution des portefeuilles-titres des personnes physiques : des comportements qui diffèrent selon l'âge, la catégorie socio-professionnelle et le montant des portefeuilles**

57

Aurélie HODEAU

La répartition et la structure des portefeuilles-titres des ménages résidents font apparaître des disparités selon le profil des détenteurs. Notamment, la part des plus de 55 ans s'accroît depuis 2008.

MICROÉCONOMIE, MACROÉCONOMIE ET STRUCTURES

- Ajustements du compte courant et dynamiques de la productivité en Europe pendant la crise

Antoine BERTHOU

Les gains de productivité dans les pays européens les plus fragilisés par la crise entre 2008 et 2012 s'expliquent notamment par une ré-allocation de l'emploi vers les entreprises plus productives.

71

STATISTIQUES



<https://www.banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france/dernieres-statistiques-mensuelles-parues-dans-le-bulletin-de-la-banque-de-france.html>

DIVERS

- Documents publiés

85

Achevé de rédiger le 21 septembre 2016

La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin de l'année 2015

Christophe GUETTE-KHITER
Direction de la Balance
des paiements
Service des Titres

À la fin de l'année 2015, les non-résidents détiennent 517 milliards d'euros d'actions des sociétés françaises du CAC 40, sur une capitalisation boursière totale de 1 150 milliards d'euros, soit un taux de détention de 45 %. Bien que ce taux soit en baisse par rapport à 2014, il reste supérieur au point bas observé en 2007 (41,2 %), ainsi qu'à la moyenne des dix dernières années.

Les non-résidents augmentent leurs achats de titres de sociétés du CAC 40, pour 2,1 milliards d'euros, mais les résidents y investissent davantage, à hauteur de 6,7 milliards d'euros, d'où la hausse de leur part relative de détention.

Au 31 décembre 2015, 39 % des sociétés françaises du CAC 40 sont détenues majoritairement par des intérêts étrangers. Cette proportion est la plus faible enregistrée sur les dix dernières années, contrastant avec un plus haut de 53 % atteint fin 2013.

Mots-clés : Marché boursier, actions, investissements de portefeuille, taux de détention, non-résidents, CAC 40.

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

Chiffres clés

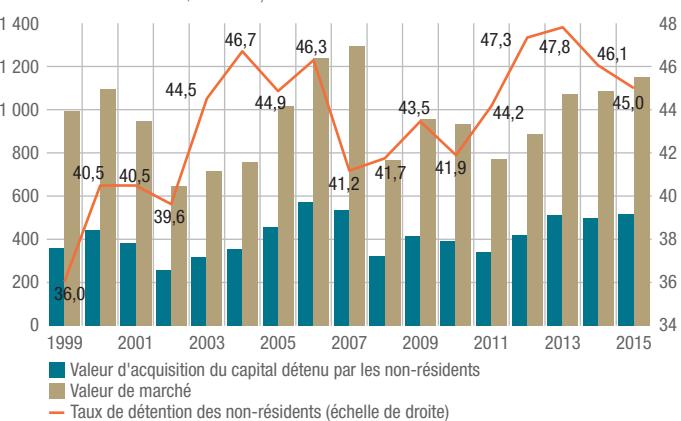
39 %
des sociétés françaises du CAC 40 détenues majoritairement par des intérêts étrangers

19,9 %
des actions françaises du CAC 40 détenues au sein de la zone euro (sur les 45 % détenues par des non-résidents).

6,1 milliards d'euros
d'achats nets d'actions françaises du CAC 40 par les non-résidents en 2015 dans le secteur financier

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

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



Sources : Banque de France (balance des paiements) et Euronext.

1. La détention non résidente des actions françaises

Baisse simultanée de la détention non résidente d'actions du CAC 40 et d'actions cotées hors CAC 40

Au 31 décembre 2015, la part des non-résidents dans l'actionnariat des 36 sociétés françaises¹ du CAC 40 s'établit à 45 %, en baisse de 1,1 point de pourcentage par rapport à l'année précédente (graphique 1). Cette baisse est dans le prolongement du repli engagé en 2014.

La détention non résidente dans le CAC 40 se répartit entre investissements de portefeuille², à hauteur de 90,8 %, et investissements directs individuels, à hauteur de 9,2 %, cette seconde modalité s'inscrivant en hausse de 0,7 point de pourcentage par rapport à 2014.

Sur l'ensemble des actions cotées françaises, le taux de détention par les non-résidents diminue de 2,2 points de pourcentage en 2015, pour s'établir à 39,4 % (graphique 2)³. En effet, hors CAC 40, la participation des non-résidents dans les sociétés françaises cotées (28,9 %) baisse de 3,6 points de pourcentage.

Moins de 40 % des sociétés françaises du CAC 40 sont détenues à plus de 50 % par des non-résidents

Au 31 décembre 2015, parmi les trente-six sociétés françaises du CAC 40, quatorze (39 %) sont détenues par des non-résidents pour plus de la moitié de leur capitalisation boursière, soit quatre de moins par rapport à 2014 (tableau 1).

Dans l'ensemble, les sociétés qui affichent les baisses les plus importantes du taux de détention par des non-résidents en 2015 étaient parmi les plus investies par les non-résidents en 2014 (graphique 4). Les six entreprises dont le taux de détention par les non-résidents s'est inscrit en hausse

G1 Taux de détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises du CAC 40

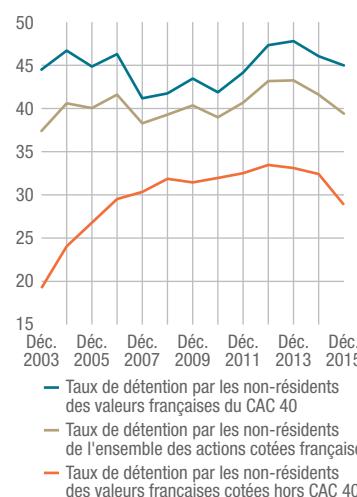
(montants en milliards d'euros, taux en %)



Sources : Banque de France (balance des paiements) et Euronext.

G2 Évolution de la détention par les non-résidents des actions françaises cotées du CAC 40 et hors CAC 40

(en %)



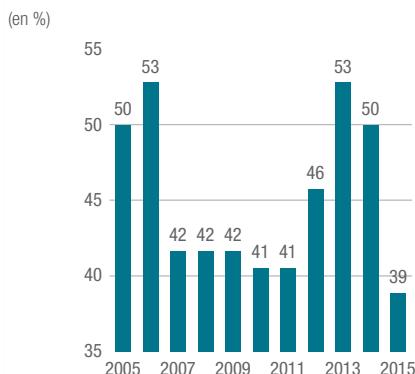
Source : Banque de France (comptes financiers nationaux, Balance des paiements).

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, LafargeHolcim, Solvay et ArcelorMittal ; cf. annexe 1 : composition du CAC 40 en 2015).

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.

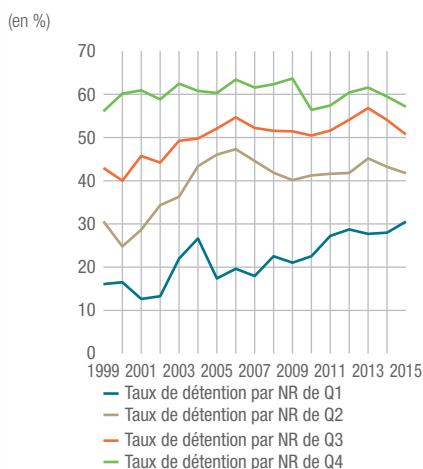
³ Calcul établi à partir de données agrégées de portefeuille. Les sources existantes ne permettent pas de déterminer si la variation est répartie sur l'ensemble des entreprises cotées ou concentrée sur certains secteurs.

G3 Pourcentage de sociétés françaises du CAC 40 détenues majoritairement par des intérêts étrangers



Source : Banque de France (balance des paiements).

G5 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, depuis les 25 % des entreprises les moins détenues à l'étranger (Q1) jusqu'aux 25 % des plus détenues à l'étranger (Q4).

Sources : Banque de France (balance des paiements) et Euronext.

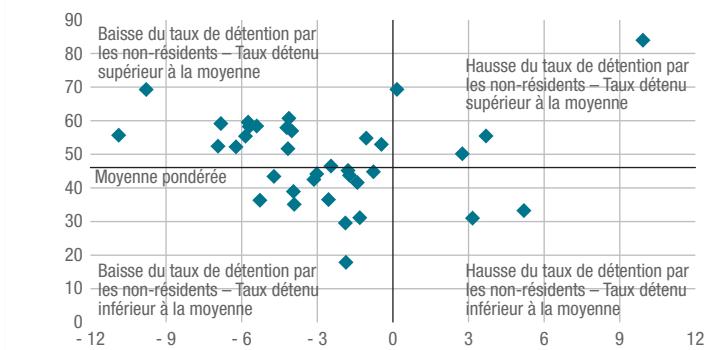
T1 Répartition des sociétés françaises du CAC 40 en fonction de la part du capital détenue par les non-résidents

Part du capital détenue par les non-résidents	Nombre de sociétés investies						Taux moyen de détention par les non-résidents					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
0-25 %	3	4	2	2	2	1	10,7	17,4	11,1	12,0	16,0	
25-50 %	19	18	17	15	16	21	38,8	39,2	39,2	39,8	39,0	39,4
plus de 50 %	15	15	16	19	18	14	57,1	58,6	59,5	59,1	57,6	58,3
	37	37	35	36	36	36	43,9	44,7	46,9	48,4	46,8	46,1

Source : Banque de France (balance des paiements).

G4 Évolution entre 2014 et 2015 du taux de détention non résident en fonction du rapport à la moyenne à fin 2014

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



Source : Banque de France (balance des paiements).

en 2015 étaient investies en moyenne à 53,8 % par des non-résidents en 2014. Les trente entreprises dont le taux de détention par les non-résidents s'est inscrit en baisse en 2015 étaient investies en moyenne à hauteur de 47,7 %.

Depuis 1999, la dispersion des taux de détention par les non-résidents des entreprises françaises du CAC 40 s'est significativement réduite (graphique 5). Pour le premier quart des entreprises les moins détenues par l'étranger, le taux de détention par les non-résidents augmente de plus de 14 points de pourcentage (de 16 % à 30 %), tandis que pour le dernier quart, il n'augmente que d'un point de pourcentage (de 56 % à 57 %)⁴.

⁴ Le taux de détention du quartile est la moyenne pondérée par la capitalisation des taux de détention observés pour les entreprises du quartile.

Répartition de la détention non résidente par secteur d'activité

Le secteur des services aux collectivités est le moins investi par les non-résidents, en raison de la présence dans ce secteur d'entreprises contrôlées par l'État. Néanmoins, en 2015, ce secteur est celui qui connaît la plus forte progression du taux de détention par les non-résidents, notamment en raison des effets de changement de composition de l'indice.

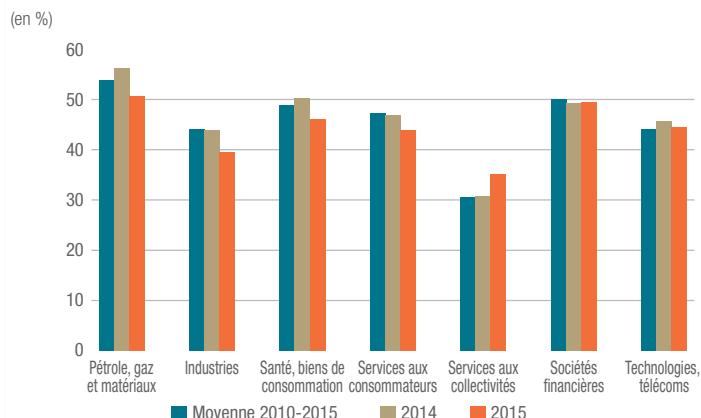
À l'inverse, les secteurs plus investis par les non-résidents enregistrent une baisse de leur part de détention non résidente, atteignant – 5 points de pourcentage entre 2014 et 2015 pour le secteur « pétrole, gaz et matériaux ».

2. Facteurs d'évolution

La baisse du taux de détention par les non-résidents résulte pour 1,5 point de pourcentage de la différence des flux d'achats entre résidents et non-résidents. En effet, évalués aux prix de décembre 2014 afin de neutraliser l'impact de la valorisation,

G6 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 (balance des paiements).

les non-résidents sont acheteurs nets à hauteur de 2,1 milliards d'euros, tandis que les résidents le sont pour 6,7 milliards d'euros (cf. annexe 2), soit une légère progression par rapport à l'année précédente, mais pour un niveau qui reste faible au regard des flux observés entre 2011 et 2013.

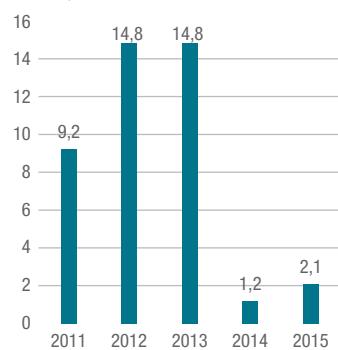
Les non-résidents achètent pour 6,1 milliards d'euros de titres des sociétés financières. À l'inverse, ils vendent pour 3,3 milliards d'euros de titres dans le secteur « pétrole, gaz et matériaux » et pour 2,4 milliards d'euros dans le secteur « santé, biens de consommation » (graphique 8).

L'évolution des cours boursiers, quoique légèrement favorable aux non-résidents, n'a qu'un impact faible sur celle du taux de détention (+ 0,01 point de pourcentage).

En revanche, les changements de composition de l'indice, avec les entrées de PSA et Klépierre, la sortie d'EDF et le transfert du siège de Lafarge à l'étranger, ont un impact significatif sur le taux de détention global (+ 1,74 point de pourcentage).

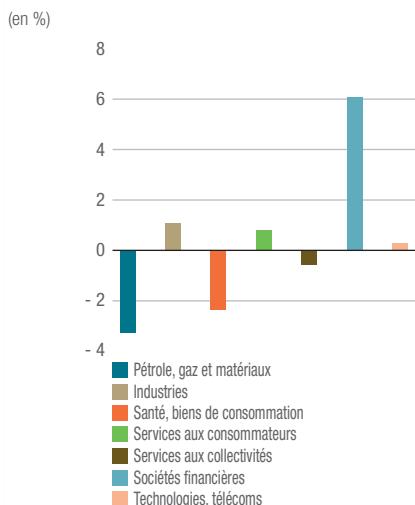
G7 Flux nets de détention non résidente des actions françaises du CAC 40

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France (balance des paiements).

G8 Répartition par secteur d'activité des flux nets de détention non résidente des actions françaises du CAC 40
Aux prix du 31 décembre 2014 (hors effet de valorisation) et selon la classification ICB utilisée par Euronext



Note : Pour une analyse sur plusieurs années, voir annexe 3.
Source : Banque de France (balance des paiements).

En sens opposé, des ajustements techniques⁵ réalisés en 2015 afin de prendre en compte les variations du taux de couverture de la collecte diminuent le taux de détention par les non-résidents de 2,68 points de pourcentage.

3. Origine géographique des détenteurs du CAC 40

L'enquête annuelle du Fonds monétaire international « *Coordinated Portfolio Investment Survey – CPIS*⁶ », à laquelle la Banque de France contribue, détaille la

T2 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	à fin 2015 ^{a)}
Ensemble des non-résidents	41,9	44,2	47,3	47,8	46,1	45,0
Zone euro	18,4	18,4	19,0	19,1	18,9	19,9
d ^{b)} ont Luxembourg ^{b)}	5,2	5,0	5,3	5,8	5,7	7,0
Allemagne	3,5	3,4	3,7	3,6	3,5	3,5
États-Unis	14,2	14,8	16,1	16,3	15,5	15,9
Royaume-Uni	1,9	2,8	3,4	4,2	4,0	3,5
Suisse	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2
Canada	1,1	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3
Japon	1,4	1,3	1,3	1,1	1,4	1,4
Autres ^{c)}	3,7	4,2	4,6	4,4	3,6	1,8

a) Projection en fonction des poids relatifs des non-résidents au premier semestre 2015, en raison des délais de collecte.

b) La part de 7 % du Luxembourg reflète une détention non résidente effective. La part des OPC luxembourgeois détenus par des résidents français est de 8 %. À titre indicatif, les principaux pays détenteurs d'OPC luxembourgeois sont par ailleurs l'Italie (20 %), l'Allemagne (20 %) et la Suisse (8 %).

c) Au sein de « Autres », les principaux pays sont la Suède (0,44 %), le Danemark (0,23 %) et la Chine (0,17 % pour la Chine continentale, 0,21 % en y intégrant Hong Kong et Macao).

Sources : Banque de France (balance des paiements) et Fonds monétaire international (CPIS).

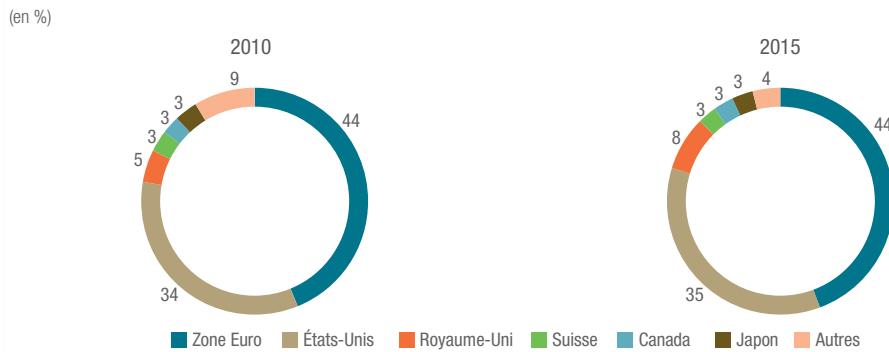
ventilation par pays de la détention de l'ensemble formé par les actions et les parts d'OPC français. Pour évaluer la part des actions du CAC 40 détenues par pays ou zone géographique, il est fait l'hypothèse que la répartition géographique de détention du CAC 40 est identique à celle observée pour la détention globale par les non-résidents en actions et titres d'OPC français.

À fin 2015, sur les 45 % d'actions françaises du CAC 40 détenues par des non-résidents, 19,9 % le sont au sein de la zone euro, 15,9 % aux États-Unis et 3,5 % au Royaume-Uni (tableau 2).

5 Les 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.

6 L'enquête CPIS menée par le FMI fournit pour près de 80 pays leur position en investissements de portefeuille par type de titre (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.

G9 Ventilation géographique de la détention non résidente des actions françaises du CAC 40



Sources : Banque de France (balance des paiements) et Fonds monétaire international (CPIS).

De 2010 à 2015, la part de la zone euro dans la détention du CAC 40 a augmenté de 1,5 point de pourcentage (passant de 18,4 % à 19,9 %), celle du Royaume-Uni de 1,6 point et celle des

États-Unis de 1,7 point. Au sein du seul ensemble des détenteurs non résidents, la part relative du Royaume-Uni est la seule à avoir significativement progressé sur la période (graphique 9).

Annexe 1

Sources et méthodes

1. Composition du CAC 40 en 2015 et champ de l'étude

Pour qu'une société entre dans le champ de l'étude, il faut qu'elle appartienne au CAC 40 et que le siège social de la maison-mère soit situé sur le territoire français.

En intégrant le CAC 40 en 2015, PSA et Klépierre entrent dans la liste des sociétés résidentes constituant le CAC 40. À l'inverse, EDF et Lafarge sortent de cette liste car la première de ces sociétés ne fait plus partie du CAC 40 et la seconde a établi son siège social à l'étranger. Le nombre de sociétés résidentes cotées dans le CAC 40 est donc de 36 (comme l'année précédente).

Liste des 36 sociétés résidentes constituant le CAC 40 au 31 décembre 2015

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

Note : ArcelorMittal, EADS, LafargeHolcim 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 France⁷ 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.

TA1

(en milliards d'euros et en %)

	Publication de 2015		Publication de 2016	
	2013	2014	2013	2014
Capital détenu par les non-résidents	509,7	491,2	499,2	499,4
Capitalisation boursière	1 069,6	1 084,3	1 069,6	1 084,3
Taux de détention par les non-résidents	47,6	45,3	46,7	46,1

Sources : Banque de France (balance des paiements) et Euronext.

⁷ Rapport annuel de la balance des paiements et de la position extérieure de la France 2015, disponible sur le site de la Banque de France.

D'autres documents sur ce thème sont disponibles sur le site.

Ainsi, la détention des non-résidents sur les actions du CAC 40 en 2013 est révisée à la hausse par rapport aux données publiées l'an passé, passant de 509,7 à 511,3 milliards d'euros (le taux de détention passe de 47,6 % à 47,8 %).

La détention non résidente en 2014 est également révisée à la hausse : de 491,2 milliards d'euros à 499,4 milliards d'euros, ce qui entraîne une hausse du taux de détention de 45,3 % à 46,1 %.

GA1



Annexe 2

Décomposition flux-stock

Les principales notations utilisées dans cette annexe sont les suivantes :

S_i^j	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^j	Capitalisation boursière des actions du CAC 40 à la fin de l'année i , estimée à la valeur de marché de la fin d'année j .
CS_i^j	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^j	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 .
$F_R^{i^j}$	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 .
$F_{NR}^{i^j}$	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 .

TA2-1 Détection par les non-résidents d'actions françaises du CAC 40

(en milliards d'euros)

	Stock 2014	Changement dans la composition de l'indice CAC	Flux nets des non-résidents en 2015	Ajustements	Stock 2015
	$S_{14}^{(14)}$	+ $CS_{15}^{(14)}$	+ $F_{NR}^{15(14)}$		= $S_{15}^{(14)}$
Évolution du stock hors variation de prix en 2015	499,4	-2,2	2,1		499,3
V_S14 ⁽¹⁴⁾	+ V_CS15 ⁽¹⁴⁾	+ V_FNR15 ⁽¹⁴⁾			= V_S15 ⁽¹⁴⁾
Variation des prix en 2015	43,5	4,3	1,1		48,9
	$S_{14}^{(15)}$	+ $CS_{15}^{(15)}$	+ $F_{NR}^{15(15)}$		= $S_{15}^{(15)}$
Évolution du stock avec les variations de prix en 2015	542,9	2,1	3,2	- 30,8	517,3

TA2-2 Capitalisation totale des sociétés françaises du CAC 40

(en milliards d'euros)

	Capitalisation 2014	Changement dans la composition de l'indice CAC	Flux nets des résidents en 2015	Flux nets des non-résidents en 2015	Capitalisation 2015
	$C_{14}^{(14)}$	+ $CC_{15}^{(14)}$	+ $F_R^{15(14)}$	+ $F_{NR}^{15(14)}$	= $C_{15}^{(14)}$
Évolution de la capitalisation hors variation de prix en 2015	1 084,3	- 44,0	6,7	2,1	1 049,1
V_C14 ⁽¹⁴⁾	V_CC15 ⁽¹⁴⁾	V_FR15 ⁽¹⁴⁾	V_FNR15 ⁽¹⁴⁾		= V_C15 ⁽¹⁴⁾
Variation des prix en 2015	76,8	22,9	- 0,1	1,1	100,8
	$C_{14}^{(15)}$	+ $CC_{15}^{(15)}$	+ $F_R^{15(15)}$	+ $F_{NR}^{15(15)}$	= $C_{15}^{(15)}$
Évolution de la capitalisation avec les variations de prix en 2015	1 161,1	- 21,1	6,6	3,2	1 149,9

Note : Les flux nets sont calculés à partir des variations de stock, après prise en compte des ajustements et des effets de valorisation.

TA2-3 Mesure des contributions respectives des effets de composition, flux, valorisation et ajustements

(en % et points de %)

	Taux de détention par les non-résidents en 2014	+ Changement de composition de l'indice	+ Flux	+ Ajustements	Taux de détention par les non-résidents en 2015
	46,06	1,74	- 0,20		
+ Valorisation		0,01	0,07		
+ Ajustements				- 2,68	
					44,99

(en %)

Composition	Prix	Flux des non-résidents	Ajustements	Formule de calcul	Taux de détention par les non-résidents
Composition constante	Prix constants	Hors flux NR	Hors ajustements	$S14^{(14)}/C14^{(14)}$	46,06 % T1
Composition modifiée	Prix constants	Hors flux NR	Hors ajustements	$[S14^{(14)} + CS15^{(14)}]/[C14^{(14)} + CC15^{(14)}]$	47,80 % T2
Composition modifiée	Prix courants	Hors flux NR	Hors ajustements	$[S14^{(15)} + CS15^{(15)}]/[C14^{(15)} + CC15^{(15)}]$	47,80 % T3
Composition modifiée	Prix constants	Avec flux NR	Hors ajustements	$[S15^{(14)}]/[C15^{(14)}]$	47,59 % T4
Composition modifiée	Prix courants	Avec flux NR	Hors ajustements	$[S14^{(15)} + CS15^{(15)} + F_{NR}15^{(15)}]/[C15^{(15)}]$	47,67 % T5
Composition modifiée	Prix courants	Avec flux NR	Avec ajustements	$[S15^{(15)}]/[C15^{(15)}]$	44,99 % 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).

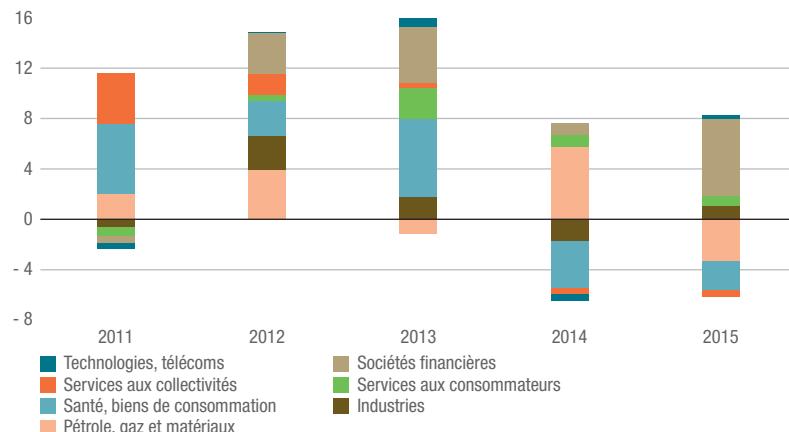
L'impact des ajustements est calculé après prise en compte de tous les autres effets (T6 - T5).

Annexe 3

Flux de détention non résidente par secteur

GA3 Flux nets de détention non résidente des actions françaises du CAC 40, détail par secteur

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France (balance des paiements).

La situation des PME en France en 2015

Adrien BOILEAU,
Christophe CAHN,
Anne-Christèle CHAVY-MARTIN,
Maité LOSTE
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

Dans un contexte marqué par une légère reprise de l'économie française en 2015 (+ 1,3 % de croissance en volume), la hausse de l'activité des petites et moyennes entreprises (PME) se confirme. Alors que le volume d'affaires est en augmentation (+ 1,7 % par rapport à 2014) et que la valeur ajoutée progresse légèrement, tirée notamment par les activités de commerce, les besoins en financement d'exploitation des PME ralentissent et l'investissement est toujours en panne (- 6,8 % par rapport à 2014). La rentabilité se maintient et le taux de marge reste stable à 21,6 %. La structure financière des PME se renforce, en particulier sous l'effet d'une consolidation des capitaux propres (+ 6,7 % sur un an). Enfin, la part de l'endettement bancaire dans l'endettement financier marque le pas.

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

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

NB : Les auteurs remercient
Francck Lemaire et
Karelle Thiebot-Godet
pour leur assistance.

Chiffres clés

+ 1,7 %

La hausse du chiffre d'affaires des PME

11,5 jours

de chiffre d'affaires : le solde du crédit interentreprises

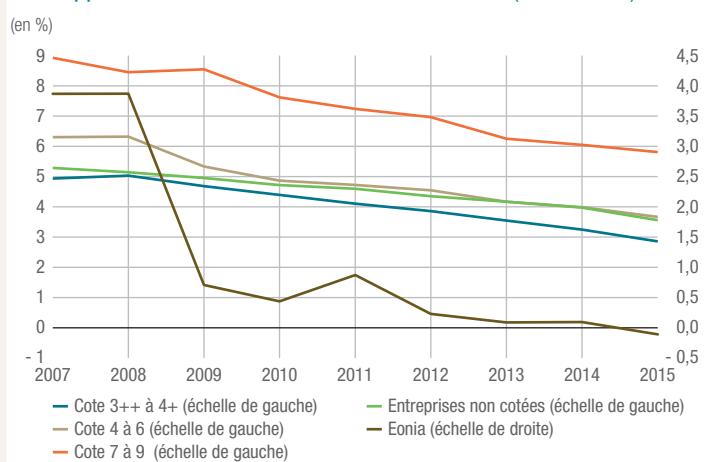
- 6,8 %

la baisse de l'investissement

- 2,5 points de pourcentage

la baisse du taux apparent de charges sociales des PME depuis la mise en place du CICE

Coût apparent de l'endettement bancaire des PME (2007-2015)



Source : Banque de France - base FIBEN (juin 2016).

T1 Chiffre d'affaires et valeur ajoutée
(en %)

	Répartition	Chiffre d'affaires					Valeur ajoutée				
		Taux de croissance			Répartition	Taux de croissance			2015	2012	2013
		2015	2012	2013		2015	2012	2013		2012	2013
Ensemble des PME	100,0	2,8	1,8	1,1	1,7	100,0	2,0	1,6	1,9	2,0	2,0
Dont principaux secteurs :											
Industrie manufacturière	18,3	2,3	1,1	1,8	1,8	21,1	1,5	0,7	2,2	1,9	
Construction	10,9	2,3	1,1	0,3	-0,9	14,0	0,9	0,6	0,0	-0,9	
Commerce	47,5	2,7	1,7	0,1	1,4	27,1	1,3	1,2	1,5	1,9	
Transports et entreposage	4,2	2,9	1,9	2,4	2,2	5,4	1,7	2,8	3,8	3,3	
Soutien aux entreprises	7,8	4,1	3,1	3,2	4,5	12,7	3,5	3,0	2,7	3,8	

Champ : PME non financières définies au sens de la LME
Note : Les variations sont calculées sur un échantillon de PME dont les bilans sont présents dans FIBEN sur deux exercices consécutifs (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 $N-1$, quelle que soit la situation de l'entreprise en N .
Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2016).

1. La hausse de l'activité des PME se confirme

L'activité et la valeur ajoutée sont tirées par le commerce

En 2015, le chiffre d'affaires des PME progresse de 1,7 %, marquant la fin d'une décélération initiée en 2012 (cf. tableau 1). Cette croissance du chiffre d'affaires résulte en grande partie de la reprise dans le commerce (représentant près de la moitié de l'activité) dont les ventes augmentent de 1,4 % en 2015, après + 0,1 % en 2014. En revanche, l'activité dans la construction marque le pas et fait apparaître une baisse du chiffre d'affaires pour la première fois depuis quatre ans.

En conséquence, la valeur ajoutée des PME accélère légèrement en 2015 (+ 2 %, après + 1,9 % en 2014), retrouvant ainsi sa croissance de 2012. Là encore, le secteur du commerce y apporte la plus forte contribution en raison à la fois de son poids et de son dynamisme.

Les besoins en financement d'exploitation ralentissent

Le rythme de croissance des besoins en financement d'exploitation (BFRE) ralentit (+ 2,0 % en 2015, contre + 3,4 % en 2014), masquant une forte disparité sectorielle (cf. tableau 2). Le BFRE est une variable clé de l'analyse du cycle d'activité des entreprises. En tant que tel, il reflète le besoin de financement

T2 BFRE et BFR des PME, par secteur d'activité
(en %)

	Répartition	Besoin en fonds de roulement d'exploitation					Besoin en fonds de roulement					
		Taux de croissance			2015	2012	2013	2014	2015	Taux de croissance		
		2015	2012	2013						2012	2013	2014
Ensemble des PME	100	2,0	0,4	3,4	2,0	5,1	3,8	7,1	2,0			
Dont principaux secteurs :												
Industrie manufacturière	32,7	1,1	0,8	3,4	3,6	1,8	2,5	4,4	2,9			
Commerce	42,1	2,0	2,8	5,3	3,2	7,0	4,9	9,9	1,4			
Construction	10,4	7,4	- 0,2	4,6	0,3	4,1	4,8	8,0	4,0			
Transports et entreposage	8,3	1,5	- 16,3	7,3	- 2,5	3,9	- 1,1	20,1	- 1,7			
Soutien aux entreprises	3,0	6,1	0,8	- 5,2	- 3,5	35,3	42,5	24,1	- 2,4			

Champ et source : Cf. tableau 1.

que l'entreprise doit couvrir pour assurer la continuité de son activité. Par ailleurs, les délais de paiement

des PME continuent de baisser tant du côté des clients que de celui des fournisseurs (cf. encadré 1).

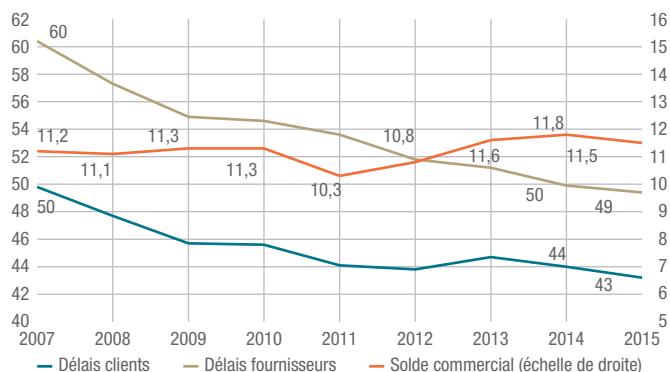
Encadré 1

Les délais de paiement des PME poursuivent leur baisse en 2015

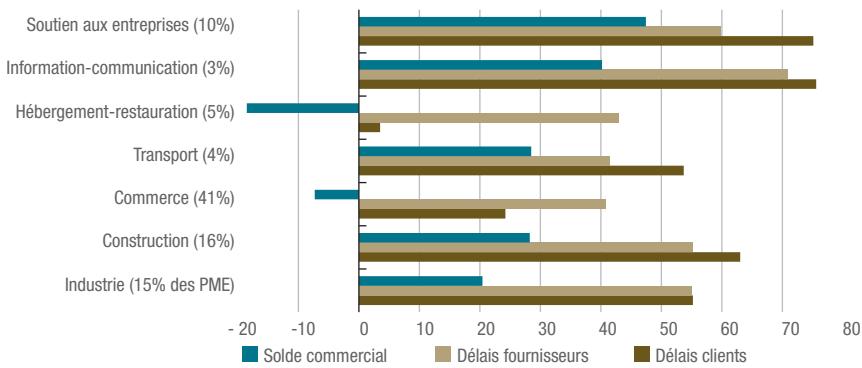
Estimés sur la base des bilans clos en 2015 et issus de la base FIBEN au 30 juin 2016, les délais clients baissent d'une journée en 2015, à 43 jours de chiffre d'affaires. Les PME sont payées en moyenne 7 jours plus tôt qu'en 2007, année précédant l'entrée en vigueur de la loi de modernisation de l'économie (LME) qui a instauré un dispositif d'encadrement légal des délais de paiement. Sur la même période, les PME ont également raccourci les délais de règlement à destination de leurs propres fournisseurs. À 49 jours

GA Évolution des délais de paiement et solde du crédit interentreprises (2007-2015)

a) Évolution globale de 2007 à 2015



b) Répartition par principaux secteurs (2015)



Champ : Cf. tableau 1.

Note : Moyennes non pondérées des ratios individuels, délais clients et solde commercial exprimés en jours de chiffre d'affaires, délais fournisseurs exprimés en jours d'achats.

Source : Banque de France.

d'achats en moyenne en 2015, ce délai est inférieur de 11 jours à celui pratiqué en 2007, et encore en baisse d'une journée sur un an. Toutefois, cette diminution des délais de paiement, plus marquée du côté fournisseurs que du côté clients, n'allège pas la trésorerie des PME. Le décalage entre les décaissements et les encaissements, appelé solde commercial ou solde du crédit interentreprises, est estimé à 11,5 jours de chiffre d'affaires en 2015. Il est stable depuis 2007 à l'exception d'une légère amélioration en 2011, totalement effacée au cours des deux années suivantes (cf. graphique A-a).

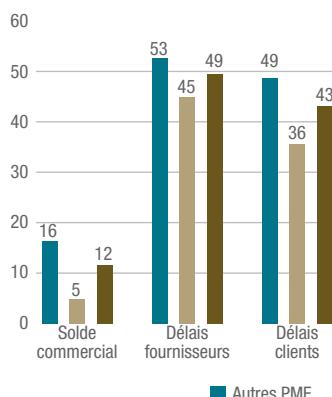
Les délais de paiement sont hétérogènes d'un secteur d'activité à l'autre. Au niveau des PME, on retrouve les mêmes disparités sectorielles que pour l'ensemble des entreprises (cf. graphique A-b). Les secteurs du soutien aux entreprises et de l'information et communication sont particulièrement pénalisés avec des délais supérieurs à la limite des 60 jours et les décalages de trésorerie les plus défavorables. Ces secteurs concentrent des petites structures susceptibles de subir un rapport de force défavorable de la part de partenaires plus grands. Dans la construction, les petites entreprises ont des difficultés récurrentes à recouvrer leurs créances. Ces difficultés se sont aggravées après la crise de 2008 et se traduisent par une détérioration du solde commercial de 5 jours de chiffre d'affaires par rapport à la situation d'avant la crise, dégradation la plus forte de tous les secteurs d'activités. Dans le commerce et l'hébergement-restauration, les délais clients sont courts car la clientèle est largement composée de particuliers réglant au comptant. Le décalage entre encaissements et décaissements constituent une ressource financière structurelle pour les entreprises de ces secteurs.

Les niveaux des délais de paiement des PME sont inférieurs à ceux des autres catégories d'entreprises, mais ils sont biaisés par un effet sectoriel

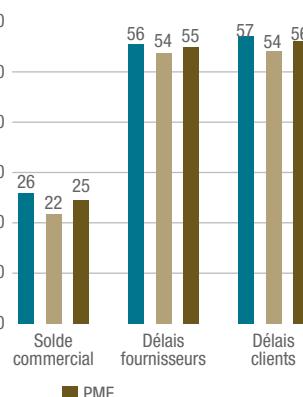
Tous secteurs confondus, les délais de paiement des PME sont en moyenne plus courts que ceux des autres catégories d'entreprises (entreprises de taille intermédiaire (ETI) et grandes entreprises). En 2014¹,

GB Comparaison des délais de paiements des TPE et des autres PME (2015)

a) Tous secteurs



b) Hors secteur commerce



Champ et note : Cf. graphique A.
Source : Banque de France.

¹ À fin juin 2016, la collecte des bilans des ETI et des grandes entreprises est encore trop incomplète pour pouvoir calculer les délais de paiement basés sur les bilans 2015.

les délais clients et fournisseurs des PME représentent respectivement 44 jours de chiffre d'affaires et 50 jours d'achats, contre 53 et 60 pour les ETI, et 48 et 63 pour les grandes entreprises. Ce résultat est contre-intuitif avec l'idée d'un désavantage que subiraient les PME par rapport aux structures plus grandes, principalement du fait d'un moindre recours aux instruments d'optimisation de la gestion du poste clients, et de l'existence d'un rapport de force défavorable dans les relations commerciales.

Les niveaux des délais clients sont en fait biaisés par un effet de composition sectorielle : 41 % des PME exercent en effet leur activité dans le secteur du commerce, secteur dans lequel les délais sont structurellement courts, contre 32 % pour l'ensemble des ETI et des grandes entreprises. Pour les seules très petites entreprises (TPE)², cette proportion s'élève à 57 %, contre seulement 20 % pour les autres PME. Les niveaux de délais de paiement des PME dans leur ensemble, et des TPE en particulier, sont donc fortement influencés par les spécificités des délais de paiement du secteur du commerce. Les TPE affichent ainsi les délais les plus courts et un solde commercial nettement plus avantageux que ceux des autres catégories d'entreprises, en particulier des PME de plus grande taille (cf. graphique B-a).

Cet effet sectoriel est bien visible lorsque l'on exclut le secteur du commerce de l'échantillon (cf. graphique B-b). Le délai clients et le solde commercial moyens des PME n'exerçant pas une activité de commerce sont tous les deux plus longs de 13 jours de chiffre d'affaires (18 jours et 17 jours respectivement pour les TPE) par rapport aux moyennes des PME tous secteurs confondus.

² Entreprises ayant un effectif inférieur à 10 et un chiffre d'affaires ou un total bilan inférieur à 2 millions d'euros. Les TPE sont aussi appelées microentreprises, en particulier dans le décret d'application de la LME de décembre 2008 qui définit les tailles d'entreprise dans la continuité des définitions de la Commission européenne.

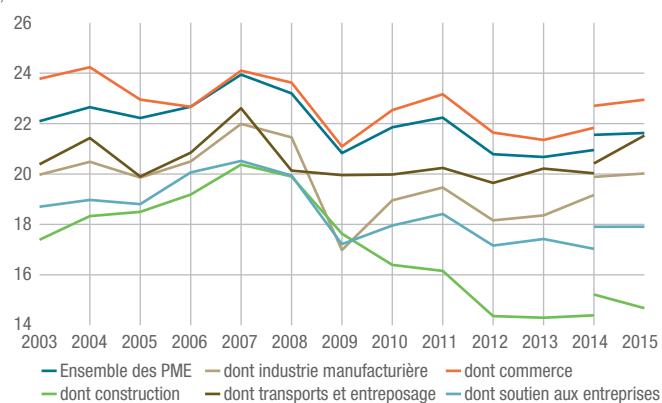
Les PME améliorent leur rentabilité d'exploitation

Le dynamisme de la valeur ajoutée a permis aux PME dans leur ensemble de disposer d'un excédent brut d'exploitation (EBE) en progression de 2,4 % en 2015, combiné avec un net ralentissement des impôts à la production qui baissent de 4,1 % entre 2014 et 2015. En revanche, les charges de personnel progressent de 2,3 % en 2015, mais cette progression est contenue notamment par les effets du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE, cf. encadré 2).

Le taux de marge (rapport de l'EBE sur la VA) reste stable entre 2014 et 2015 et s'établit à 21,6 % (cf. graphique 1). Cette stabilité apparente masque cependant une disparité sectorielle. En effet, le taux de marge baisse dans le secteur de la construction

G1 Taux de marge

(en %)



Champ: Cf. tableau 1

Note : Pour l'année 2015, les variations sont calculées sur un échantillon de PME dont les bilans sont présents dans FIBEN à la fois en 2014 et 2015 (population cylindrée). La taille et le secteur retenus sont ceux de 2014, quelle que soit la situation de l'entreprise en 2015.

Source : Banque de France - base FIBEN (juin 2016).

alors qu'il s'était stabilisé sur les trois dernières années. Les taux de marge se redressent légèrement dans les autres principaux secteurs, et de manière plus marquée dans le secteur du transport.

T3 De la valeur ajoutée à l'excédent brut d'exploitation

(taux de croissance en %)

	Ensemble des PME			
	2012	2013	2014	2015
Valeur ajoutée	2,0	1,6	1,9	2,0
Charges de personnel	3,8	1,9	2,0	2,3
Impôts à la production	5,6	3,1	- 1,4	- 4,1
EBE	- 4,7	0,0	2,4	2,4

Champ et note : Cf. tableau 1.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2016).

Encadré 2

Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) et évolution du coût salarial des PME

Mis en place par le gouvernement en 2013 et désormais intégré au Pacte de responsabilité et de solidarité, le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) est une mesure d'allégement fiscal qui représente une économie d'impôt prenant la forme d'une subvention et venant en réduction des charges sociales versées par une entreprise. Son montant est calculé sur la masse salariale constituée des salaires inférieurs à 2,5 fois le SMIC, sur laquelle est appliqué un taux de 6 % à partir du 1^{er} janvier 2014 (4 % en 2013).

Coût moyen du travail des PME (2010-2015)

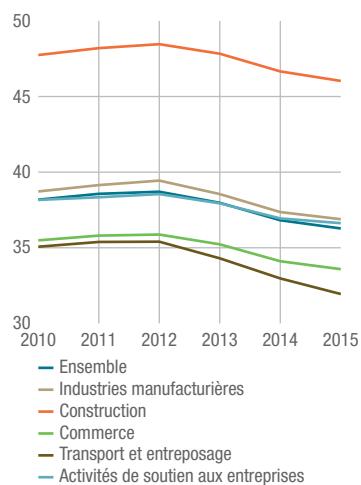
a) Salaires versés et coût total

(taux de croissance en %)



b) Taux apparent de charges sociales

(en %)



Champ : PME pour lesquelles les bilans sont disponibles de 2010 à 2015.

Note : Les salaires versés sont mesurés par le ratio « salaires et traitements » (poste FY de la liasse fiscale) sur « effectif moyen du personnel » (poste YP). Le coût total est mesuré en ajoutant les « charges sociales » (poste FZ de la liasse) au numérateur. Le taux apparent de cotisations est calculé par le rapport « charges sociales » sur « salaires et traitements ». Les moyennes présentées sont non pondérées.

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2016).

Une des conséquences attendues du CICE est donc une diminution du coût du travail, notamment pour les entreprises qui versent des salaires à des niveaux proches du SMIC. Évaluer les effets du CICE nécessiterait de disposer d'une mesure du degré d'exposition des entreprises au CICE, information qui n'est pas disponible dans FIBEN. En revanche, il est possible de voir, avec les données bilancielles de FIBEN, si l'évolution du coût du travail, des PME en particulier, est compatible avec les effets attendus du CICE.

Pour répondre à cette question, le graphique A présente l'évolution du coût du travail moyen pour un panel de PME pour lesquelles nous disposons d'une information chaque année entre 2010 et 2015.

Il ressort de cette analyse que, après un taux de croissance de 4,1 % en 2011, le coût du travail moyen a fortement décéléré sur les cinq dernières années pour atteindre 1 % en 2015 (cf. graphique A-a). Partant d'une croissance comparable en 2011, le salaire versé moyen (net des charges sociales) a lui aussi ralenti, mais dans une proportion moindre, opérant dès 2013 un décrochement avec le coût total du travail.

Ce décrochement, qui coïncide avec la mise en place du CICE, s'illustre également à travers le profil du taux apparent de charges sociales qui mesure le poids des charges sociales dans le coût total du travail (cf. graphique A-b). Ainsi, après avoir atteint un point haut à 38,7 % en 2012 pour l'ensemble des PME, ce taux atteint 36,2 % en 2015, perdant près de 2,5 points de pourcentage. Il paraît vraisemblable à ce stade qu'une grande partie de cette baisse soit liée au CICE.

2. Les rentabilités se maintiennent

La rentabilité économique mesure l'efficacité de l'appareil productif des PME, en rapportant l'excédent net d'exploitation à l'actif économique constitué du besoin en fonds de roulement d'exploitation et des

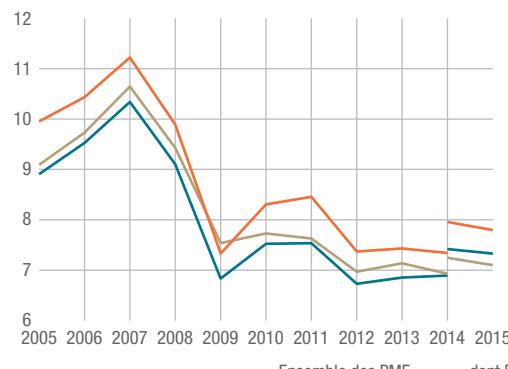
actifs corporels et incorporels exploités (terrains, constructions, machines, outils, brevets, etc.).

En 2015, la rentabilité économique des PME reste quasi-stable à 7,3 % (contre 7,4 % en 2014, cf. graphique 2-a). Le ratio de rentabilité

G2 Rentabilité

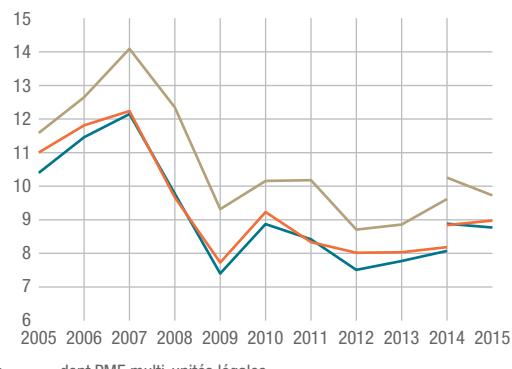
a) Rentabilité économique

(Excédent net d'exploitation/capital d'exploitation en %)



b) Rentabilité financière

(Capacité nette d'autofinancement/capitaux propres en %)



Champ et note : Cf. graphique 1.

Source : Banque de France - base FIBEN (juin 2016).

financière quant à lui, mesure la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires en rapportant la capacité d'autofinancement aux capitaux propres. La rentabilité financière des PME reste également stable à 8,8 % (contre 8,9 % en 2014), quand bien même elle s'avère plus élevée pour les PME indépendantes que pour les PME constituées de plusieurs entités.

3. L'investissement des PME recule

Après une diminution moins marquée l'an dernier, l'investissement se contracte à nouveau fortement de 6,8 % en 2015, enregistrant une quatrième année consécutive de baisse (cf. tableau 4). Alors que l'excédent brut d'exploitation et le taux de marge sont mieux orientés depuis deux ans, cette nouvelle dégradation traduit une attitude encore attentiste de la part des entreprises.

Dans le commerce et la construction, la forte contraction de l'investissement des PME, continue depuis 2012, se poursuit en 2015 (respectivement -7,1 % et -6,4 %). En revanche dans l'industrie, l'investissement est quasiment stable après un fort rebond l'an dernier.

Le taux d'investissement¹ recule de 1,5 point de pourcentage et atteint 14 % en 2015 sous les effets conjugués de la baisse de l'investissement et de la hausse de la valeur ajoutée. À l'exception de la stabilisation observée en 2014, il décroche depuis 2011, point haut des dix dernières années avec 19 % (cf. graphique 3). L'étude des comportements individuels montre que la grande majorité des PME n'investit pas ou très peu. Trois sur quatre ont réalisé un investissement inférieur à 10 % de leur valeur ajoutée en 2015². Seules 13 % ont un taux d'investissement dynamique, supérieur à 20 %.

T4 Variation de l'investissement des PME (2012-2015)

(en %)

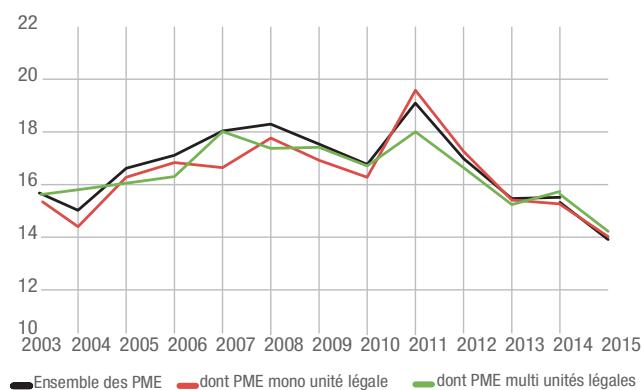
	Répartition		Variations		
	2015	2012	2013	2014	2015
Ensemble des PME	100,0	- 10,9	- 7,2	- 1,1	- 6,8
Industrie manufacturière	19,4	- 2,4	- 5,0	9,2	- 0,2
Construction	7,7	- 5,9	- 8,1	- 1,8	- 6,4
Commerce	20,2	- 12,2	- 11,7	- 4,1	- 7,1
Transports et entreposage	8,5	11,3	- 2,1	1,1	0,5
Soutien aux entreprises	10,8	- 11,2	5,0	- 7,4	- 5,9

Champ et note : Cf. tableau 1

Source : Banque de France - base FIBEN (juin 2016).

G3 Le taux d'investissement des PME

(en %)



Champ et note : Cf. graphique 1

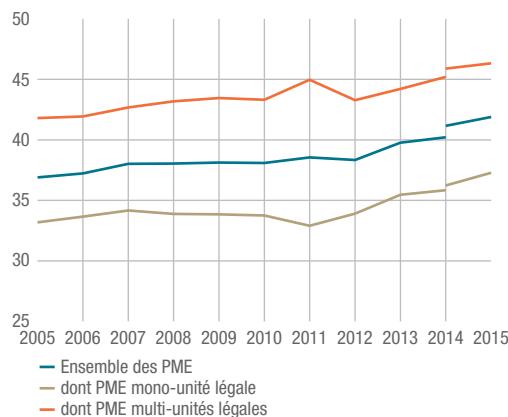
Source : Banque de France - base FIBEN (juin 2016).

1 Le taux d'investissement est défini par le rapport entre l'investissement et la valeur ajoutée.

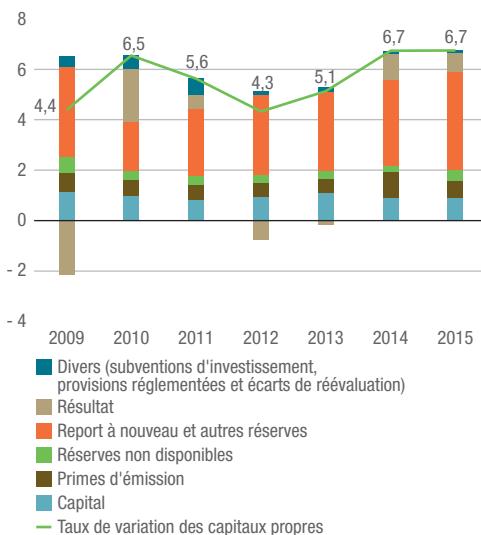
2 PME de l'échantillon ayant une valeur ajoutée positive en 2015.

G4 Les capitaux propres des PME

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



b) Contribution à la variation des capitaux propres
(en % de variation)



Champ et Note : Cf. tableau 1 et graphique 1.

Source : Banque de France - base FIBEN (juin 2016).

4. Un renforcement marqué de la structure financière

Les capitaux propres en hausse

Fin 2015, la structure financière des PME se renforce encore avec des capitaux propres représentant désormais 42 % des ressources mobilisées (graphique 4-a). L'augmentation des fonds propres (+ 6,7 % par rapport à 2014) est liée à une progression significative du résultat net (+ 7,6 % par rapport à 2014), et à une baisse de la rémunération des actionnaires avec un taux de dividendes, à 59 % en 2015 contre 64 % en 2014. Cela se traduit par une progression significative du report à nouveau et des autres réserves (graphique 4-b).

Recul du poids de l'endettement bancaire dans l'endettement financier

Si l'endettement bancaire reste majoritaire dans l'endettement financier des PME, il recule

d'un point, à 61 %, et se trouve à un niveau historiquement bas sur la période. Dans le détail, les emprunts bancaires, constitués de la dette supérieure à un an, ont reflué (- 1,7 % par rapport à 2014) alors que les concours bancaires courants (dette à moins d'un an) sont restés à un niveau stable.

Le financement obligataire quant à lui reste marginal pour les PME mais affiche une progression constante au cours des dix dernières années ; la part de l'endettement obligataire dans l'endettement financier est ainsi passée de 1,6 % en 2005 à 4,6 % en 2015.

Le levier financier au plus bas

De 2005 à 2008, le ratio de levier des PME a progressé sous l'effet d'un recours à l'endettement bancaire et d'une stagnation des capitaux propres. La crise économique et financière de 2008 a mis fin à cette tendance. L'année 2008 marque le point haut de levier financier sur la période de l'étude

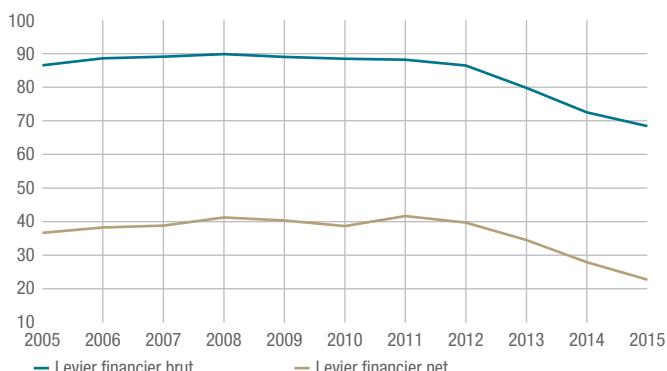
avec un endettement financier brut qui représente 90 % des capitaux propres.

En 2009, les entreprises ont procédé à des ajustements de leur structure financière en réduisant leur endettement à court terme. Sur la période 2009-2012, le levier financier est stabilisé, l'augmentation de l'endettement étant compensé par une consolidation des capitaux propres.

À partir de 2012, la tendance est au désendettement pour les PME. La réduction concerne principalement l'endettement bancaire et notamment l'endettement moyen long terme qui recule sur les trois derniers exercices. Cette réduction est à rapprocher de la baisse du taux d'investissement sur la période (17 % en 2012 contre 14 % en 2015). Les PME ont ainsi réduit leurs investissements sur cette dernière période et amorti leur endettement moyen long terme, ce qui diminue mécaniquement leur levier financier.

G5 Levier financier des PME

(en %)



Champ : Cf. graphique 1

Définition des variables :

Levier financier brut : $(\text{endettement financier}/\text{capitaux propres}) \times 100$

Levier financier net : $(\text{endettement financier} - \text{trésorerie active}/\text{capitaux propres}) \times 100$

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2016).

Encadré 3

Le coût de l'endettement bancaire apparent des PME depuis 2007

Le coût de l'endettement bancaire apparent des PME est mesuré par le ratio des intérêts et charges assimilées d'un exercice sur l'endettement bancaire¹ moyen entre l'exercice courant et l'exercice précédent.

La sélection porte sur 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 2007 et 2015 et pour lesquelles nous disposons des informations sur les variables utilisées.

Afin d'identifier un éventuel écart de rendement, les entreprises de l'étude ont été classées par catégorie² en fonction de leur solvabilité reflétée par leur cotation Banque de France.

Un premier groupe d'emprunteurs est composé des entreprises bénéficiant des meilleures cotations attribuées par la Banque de France. À ce titre, leurs créances peuvent être utilisées comme collatéral pour des opérations de refinancement auprès de la Banque centrale européenne³. La seconde catégorie contient un groupe

1 L'endettement bancaire est composé des variables suivantes : emprunts et dettes auprès des établissements de crédit, effets portés à l'escompte et non échus, une partie des engagements de crédit-bail mobilier (87 %), une partie des engagements de crédit-bail immobilier (65 %).

2 Les catégories sont les suivantes en termes de cotation Banque de France : catégorie 1 (3++, 3+, 3, 4+), catégorie 2 (4, 5+, 5, 6), catégorie 3 (7, 8, 9), catégorie 4 (0).

3 Les créances privées bénéficiant d'une cotation 4+ et supérieure sont éligibles au refinancement. Depuis février 2012, les créances privées des entreprises cotées 4 sont également devenues éligibles au refinancement. Afin d'assurer, sur la période 2007-2015, la cohérence entre les catégories d'entreprises, cette modification n'a pas été prise en compte dans notre étude.

d'entreprises ne bénéficiant pas d'une cote éligible à la remise de créance en garantie mais n'ayant pas fait l'objet d'incident de paiement. Le troisième groupe est composé d'entreprises ayant eu au moins un incident de paiement (une cotation 7 est attribuée si l'entreprise a eu au moins un incident de paiement au motif « incapacité de payer » au cours des six derniers mois) et dont la solvabilité à court terme peut apparaître menacée. Enfin, un quatrième groupe englobe les entreprises cotées « 0 » par la Banque de France (absence de documentation comptable et d'évènement extra-comptable défavorable).

La crise économique et financière de 2008 entraîne une diminution des écarts de rendement

Par rapport à la catégorie de PME présentant les cotations les plus élevées, la catégorie 2 évolue avec un écart de rendement compris entre 137 et 47 points de base. L'écart de rendement maximum (137 points) est constaté en 2007 et se réduit après la crise économique et financière de 2008 pour atteindre en 2010 un point bas (47 points) sur la période. Cet écart de rendement repart légèrement à la hausse depuis 2013 mais reste inférieur à 100 points de base.

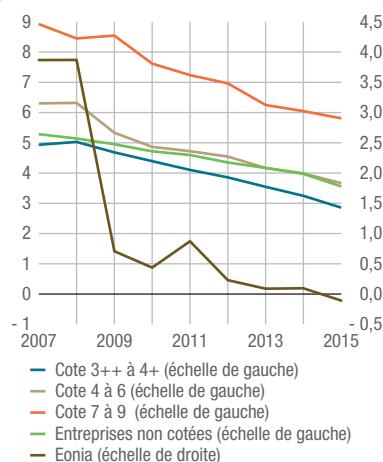
L'écart de rendement entre la première et la troisième catégorie est compris entre 399 et 270 points de base sur la période de l'étude. L'écart de rendement maximum (399 points) est constaté en 2007 et se réduit de façon linéaire et continue de 2009 à 2013. En période de taux bas, les créanciers semblent avoir privilégié les contreparties les mieux cotées puisqu'on constate une augmentation des écarts de rendement depuis 2013 entre les meilleures cotations et les autres.

Érosion du coût de l'endettement des PME sous l'effet de la politique monétaire accommodante

Après une légère hausse initiale du coût de l'endettement pour les PME appartenant à la catégorie des meilleures cotations entre 2007 et 2008, les politiques monétaires accommodantes menées par l'Eurosystème ont permis une diminution des taux d'intérêt et une réduction du coût de l'endettement bancaire progressive et linéaire comprise entre 25 et 39 points de base chaque année. Toutefois, comme l'endettement des entreprises est constitué pour partie de dettes à moyen et long terme initiées à des conditions antérieures moins favorables, l'ajustement du coût apparent se fait de manière progressive, réagissant avec retard par rapport aux taux d'intérêts court terme. Cependant sur la base d'une maturité d'emprunt maximum estimée à sept ans (hors crédit immobilier) pour les PME, on peut considérer que l'ensemble de l'encours a bénéficié de la baisse des taux directeurs amorcée en 2007.

Coût apparent de l'endettement bancaire des PME (2007-2015)

(en %)



Champ : PME non financières observées en unités légales, dont l'endettement financier est exclusivement bancaire.

Note : Médiane des ratios individuels

Source : Banque de France – base FIBEN (juin 2016).

Annexe 1

Les données FIBEN

La base des comptes sociaux

Les comptes sociaux sont collectés par 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.

Le champ retenu pour l'analyse

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 sont disponibles sous ce [lien](#).

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.

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'entreprise. 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 2015, ce qui n'est pas encore le cas au moment où l'étude PME est réalisée¹. 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 Le lecteur pourra se reporter à l'étude annuelle réalisée en fin d'année pour l'ensemble des entreprises

Annexe 3

Principales caractéristiques de l'échantillon étudié pour l'année 2015

Poids économique des PME en 2015 sur la base des données disponibles fin juin 2016

(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 des PME	134 671	240 643	2 831	648	195	173	105	253
PME mono-unité légale	86 318	86 318	1 179	252	78	60	43	74
PME multi-unités légales	42 801	138 859	1 442	320	97	90	55	154
PME étrangères	5 552	15 466	210	75	20	23	8	26
Dont principaux secteurs :								
Industrie manufacturière	21 012	41 419	611	119	41	25	15	57
Construction	21 903	35 723	425	71	27	10	6	24
Commerce	53 126	86 088	794	308	53	42	26	76
Transports et entreposage	5 768	9 683	179	27	10	12	6	8
Soutien aux entreprises	13 129	26 350	351	51	25	15	8	25

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	64	36	42	39	40	35	41	29
PME multi-unités légales	32	58	51	49	50	52	52	61
PME étrangères	4	6	7	12	10	13	7	10
Dont principaux secteurs :								
Industrie manufacturière	16	17	22	18	21	14	14	22
Construction	16	15	15	11	14	6	6	9
Commerce	39	36	28	47	27	24	25	30
Transports et entreposage	4	4	6	4	5	7	5	3
Soutien aux entreprises	10	11	12	8	13	8	7	10

Taille moyenne de chaque catégorie de PME

(en nombre et milliers d'euros)

	Nombre d'entreprises	Nombre d'unités légales ^{a)}	Effectifs permanents	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Endettement financier	Endettement bancaire	Capitaux propres
Ensemble	134 671	1,8	21	4 812	1 446	1 287	783	1 881
PME mono-unité légale	86 318	1,0	14	2 923	903	699	496	854
PME multi-unités légales	42 801	3,2	34	7 485	2 263	2 098	1 280	3 599
PME étrangères	5 552	2,8	38	13 576	3 601	4 179	1 411	4 606

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.

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

Source : Banque de France - base FIBEN (juin 2016).

Annexe 4

Données comptables agrégées pour l'ensemble des PME (2014 – 2015)

Compte de résultat agrégé pour l'ensemble des PME

(en % du chiffre d'affaires)

	2014	2015
Chiffre d'affaires	100,0	100,0
(+) Production stockée	0,0	0,1
(+) Production immobilisée	0,3	0,3
Production et vente de marchandises	100,3	100,3
(-) Coût d'achat des marchandises vendues	35,9	35,8
(-) Coût des matières consommées	12,4	12,2
(-) Achats et charges externes	22,1	22,3
Valeur ajoutée BDF	29,9	30,1
(+) Subventions d'exploitation	0,2	0,2
(-) Salaires, traitements et charges sociales	20,7	20,8
(-) Charges de personnel extérieur	1,2	1,3
(-) Impôts, taxes et versements assimilés	1,4	1,3
(+) Autres produits et charges d'exploitation	- 0,3	- 0,3
Excédent brut d'exploitation	6,5	6,5
Excédent net d'exploitation	4,2	4,2
(+) Autres opérations hors exploitation	2,2	2,2
Excédent brut global	8,6	8,7
(-) Intérêts et charges assimilées	1,0	0,9
(-) Participation des salariés	0,1	0,1
(-) Impôt sur les bénéfices	1,0	1,0
Capacité d'autofinancement	6,6	6,7
(-) Dotations nettes aux amortissements et provisions	3,2	3,2
Capacité nette d'autofinancement	3,3	3,4
Résultat net comptable	3,7	3,9

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

Note : Échantillon cylindré.

Source : Banque de France - base FIBEN (juin 2016).

Bilan fonctionnel pour l'ensemble des PME

(en % du total du bilan)

ACTIF-EMPLOIS	2014	2015
(1) Immobilisations incorporelles	9,1	9,0
(2) Immobilisations corporelles	40,4	40,1
(3) Biens financés par crédit-bail	2,7	2,5
(4) Autres actifs immobilisés	19,3	19,3
(5) = (1) + (2) + (3) + (4) = Immobilisations	71,4	70,9
(6) Stocks	12,4	12,1
(7) Crédit interentreprises	3,5	3,4
(8) Autres créances et dettes d'exploitation	- 5,7	- 5,6
(9) = (6) + (7) + (8) = BFRE	10,2	9,9
BFRHE	0,1	0,1
(10) Disponibilités	9,7	10,3
(11) Valeurs mobilières de placement	4,6	4,4
(12) Part à moins d'un an de créances sur le groupe et les associés	4,1	4,4
(13) = (10) + (11) + (12) = Trésorerie à l'actif	18,4	19,1
PASSIF-RESSOURCES	2014	2015
(1) Capitaux propres	41,2	41,9
(2) Amortissements et provisions	29,0	29,4
(3) Obligations et assimilées	1,3	1,3
(4) Emprunts bancaires	14,5	13,6
(5) Crédit-bail	2,2	2,0
(6) Autres dettes	9,5	9,5
(7) = (3) + (4) + (5) + (6) = Endettement stable	27,4	26,4
(8) Concours bancaires courants	1,9	1,9
(9) Part à moins d'un an du groupe et des associés	0,5	0,4
(10) = (8) + (9) = Trésorerie de passif	2,4	2,3

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

Note : Échantillon cylindré.

Source : Banque de France - base FIBEN (juin 2016).

Le coût des capitaux propres des grandes entreprises non financières en zone euro : une évaluation sur la dernière décennie

Le coût des capitaux propres (cost of equity) supporté par une entreprise est un élément important de son coût de financement total, qui influe sur sa capacité à investir, notamment dans des projets innovants dont le rendement est plus incertain et à plus long terme. Ce coût des capitaux propres est en théorie égal au rendement exigé par un investisseur pour acheter une action de cette entreprise compte tenu de son risque. Il n'est pas observable directement mais peut être estimé à partir de données boursières de l'entreprise conditionnellement à un modèle de valorisation des actions.

Cet article propose une évaluation du coût moyen des capitaux propres des grandes entreprises cotées des quatre plus grands pays de la zone euro sur la période 2006-2016. Selon nos estimations, le coût des capitaux propres des grandes entreprises non financières de ces pays a augmenté fortement pendant la crise financière de 2008-2009, puis pendant la crise de la dette souveraine en zone euro en 2011-2012. Il a décliné depuis en termes nominaux, revenant à un niveau inférieur à 10 % fin juin 2016, comparable à la situation d'avant 2008. Depuis 2008, le taux d'intérêt nominal à long terme sans risque est toutefois passé de quelque 4 % à presque 0 % dans la zone euro, notamment grâce aux politiques monétaires non conventionnelles très accommodantes de l'Eurosystème. La stabilisation apparente du coût des capitaux propres reflète donc une hausse tendancielle de la prime de risque sur actions. Compte tenu de l'impact de la politique monétaire sur le coût de la dette des firmes, qui atteint un niveau historiquement bas, cette stabilisation du coût des capitaux propres s'accompagne néanmoins d'une baisse du coût nominal global de financement (Weighted Average Cost of Capital – WACC) des grandes entreprises au cours des années récentes.

Clément MAZET-SONILHAC
Direction des Études
microéconomiques et structurelles
Service des Analyses
microéconomiques

Jean-Stéphane MÉSONNIER
Direction des Études
microéconomiques et structurelles

Mots clés : Financement
des entreprises,
coût des capitaux propres,
prime de risque sur actions,
CAPM

Code JEL : D21

Chiffres clés

9,2 %

coût moyen des capitaux propres pour les grandes entreprises non financières des quatre principaux pays de la zone euro en juin 2016

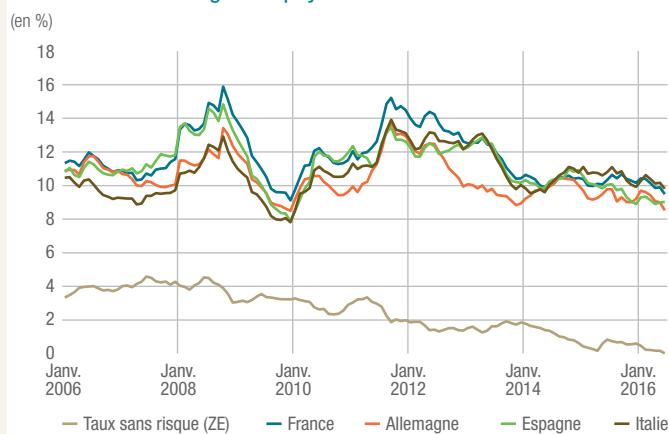
5,3 %

coût moyen pondéré du capital pour les grandes entreprises cotées françaises en juin 2016

+ 1,3 point de pourcentage

évolution de la prime de risque sur actions, en Europe, entre juin 2014 et juin 2016

Coût moyen des capitaux propres des grandes entreprises non financières des grands pays de la zone euro



Sources : Bloomberg, Datastream, Eurosystème. Calculs : Banque de France.

1. Estimer le coût des capitaux propres pour les grandes entreprises européennes : une approche en deux étapes

La croissance potentielle d'une économie dépend notamment de la capacité de ses entreprises à innover pour augmenter leur productivité et offrir de nouveaux biens et services. Cette capacité dépend à son tour de l'accès des entreprises à des financements adéquats. Le financement des investissements visant des innovations de rupture doit en particulier être adapté à la durée plus longue des projets et à l'incertitude accrue de leurs résultats. Le financement par actions, ou de façon équivalente ici par fonds propres, répond mieux *a priori* à ces critères de risque et de long terme que le financement par endettement.

Pour autant, le financement par émission de capitaux propres d'un projet risqué est en général plus onéreux qu'un financement par émission de dette (bancaire ou obligataire). En effet, le rendement exigé doit couvrir le risque de pertes plus élevé puisque les actions sont juniors par rapport à la dette. En outre, dans la plupart des pays, la dette bénéficie d'un avantage fiscal sur les capitaux propres (déductibilité des paiements d'intérêt). Ainsi, les entreprises innovantes doivent estimer *ex ante* le coût supplémentaire que représente un financement par les capitaux propres par rapport à un financement bancaire : lorsque ce coût supplémentaire est trop important et dépasse le taux de rendement interne estimé du projet, il devient un frein à l'investissement. À nouveau, l'impact de ce surcoût est *a priori* plus élevé pour des investissements de rupture moins susceptibles de trouver un financement par émission de dette.

On définit le coût des capitaux propres (en anglais : *cost of equity*, CoE) supporté par une entreprise comme le rendement attendu par un investisseur pour acquérir une action de cette entreprise. C'est un coût théorique que l'on peut estimer conditionnellement à un modèle de valorisation de l'entreprise, c'est-à-dire un modèle permettant

de comparer le rendement espéré et le risque d'un investissement dans le capital de cette entreprise à ceux d'investissements alternatifs. La méthode d'évaluation utilisée dans cet article combine deux approches standard¹. Nous supposons d'abord que la prime de risque exigée par un investisseur pour détenir une action d'une entreprise européenne dépend linéairement de la prime de risque du marché boursier européen, conformément au modèle standard d'évaluation des actifs financiers (le *Capital Asset Pricing Model*, ou CAPM). Pour évaluer une mesure variable dans le temps de la prime de risque associée à l'indice européen large, nous mobilisons ensuite un modèle simple d'actualisation des flux de revenus versés aux actionnaires (dividendes et rachats d'actions) par les entreprises cotées de l'ensemble du marché européen (le *Dividend Discount Model*, ou DDM). La prise en compte des rachats d'actions est justifiée par leur part non négligeable dans la rémunération des actionnaires sur la période étudiée : cela accroît mécaniquement le niveau estimé de la prime de risque sur actions européennes. Dans le cadre de notre modélisation, les rachats d'actions expliquent environ 2 points de pourcentage de la prime de risque en 2016².

Ces deux étapes et leur mise en œuvre sont présentées en détail dans la suite de cette première section. La deuxième section présente les résultats de notre estimation du coût des capitaux propres pour les grandes entreprises non financières des quatre plus grands pays de la zone euro. La troisième section évalue enfin l'impact de ce coût sur le coût total de financement des entreprises dans ces quatre pays.

Coût des capitaux propres d'une entreprise et risque de marché selon le CAPM

Nous supposons tout d'abord que le rendement excédentaire (*i.e.* corrigé du niveau du taux sans risque) de l'action d'une entreprise *i* est décrit par un modèle CAPM standard. Ce modèle simple, très utilisé par les praticiens pour évaluer la rentabilité attendue d'un investissement, suppose qu'un investisseur qui envisage d'ajouter une nouvelle

¹ Une méthodologie similaire à notre approche en deux étapes est mise en œuvre par la BCE pour l'évaluation régulière du CoE des grandes banques européennes, cf. BCE (2015), p. 61-62.
Pour d'autres exemples d'évaluation du CoE s'appuyant soit sur le CAPM, soit sur un modèle DDM, cf. King (2009), De Bandt *et al.* (2014) et Bundesbank (2016). Cf. également le site de Damodaran (A.), professeur de finance d'entreprise à l'université Stern de New York, qui privilégie une approche de type DDM par marché : <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

² Cf. encadré 2.

action à un portefeuille déjà correctement diversifié exige une prime de risque d'autant plus élevée que le rendement de cette action est plus corrélé avec celui de l'indice de marché global, considéré ici

comme le facteur de risque macroéconomique non diversifiable. Cette exposition du titre au risque systématique est mesurée par son coefficient bêta (cf. encadré 1 pour plus de détails).

Encadré 1

Une application du *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

Le CAPM découle de la théorie classique d'optimisation de portefeuille. Dans ce cadre simple, la moyenne et la variance du rendement, supposé gaussien, d'un portefeuille sont les seules variables utiles à la décision de l'investisseur. Celui-ci cherche donc à maximiser le rendement espéré de son portefeuille pour un niveau donné de risque (représenté par la variance du rendement). Le portefeuille de marché, représenté par l'indice de marché (pondéré par la capitalisation), est supposé parfaitement diversifié. Son rendement constitue dans le modèle l'unique facteur de risque systématique, ou non diversifiable. Le risque d'une action que l'investisseur envisage d'ajouter à son portefeuille dépend alors seulement de la corrélation du rendement de cette action avec ce facteur de risque.

L'investisseur étant averse au risque, l'exposition à un facteur de risque non diversifiable doit être en théorie compensée par l'attribution d'une prime de risque. Dans ce cadre, le rendement anticipé de l'action i , qui est exigé par l'investisseur et mesure donc le coût nominal des capitaux propres de l'entreprise concernée, s'écrit :

$$E_t(R_{i,t+1}) = r_{f,t} + \beta_i [E_t(R_{m,t+1}) - r_{f,t}] \quad (1)$$

avec β_i la mesure de l'exposition au risque systématique de l'action i au temps t , $r_{f,t}$ le taux sans risque au temps t , $E_t(R_{i,t+1})$ l'espérance de rentabilité de l'action i au temps t et $E_t(R_{m,t+1})$ l'espérance de rentabilité du marché au temps t .

Le coût des capitaux propres de l'entreprise i s'exprime donc bien comme la somme du taux sans risque et d'une prime de risque. Cette dernière se présente à son tour comme le produit de la prime de risque du portefeuille de marché, $E_t(R_{m,t+1}) - r_{f,t}$ et du coefficient bêta de l'action de l'entreprise, qui est égal à la covariance des rendements excédentaires (par rapport au taux sans risque) de l'action et du marché, divisée par la variance du rendement excédentaire de marché.

En pratique, la relation ci-dessus est généralement estimée par régression linéaire en remplaçant les espérances de rendements de l'action i et de l'indice large de marché par les rendements historiques quotidiens (ajustés des dividendes versés), soit $\tilde{R}_{i,t}$ et $\tilde{R}_{m,t}$ respectivement. Pour chaque entreprise considérée et sur une fenêtre temporelle donnée, nous pouvons ainsi estimer le bêta de l'entreprise, β_i par la méthode des moindres carrés ordinaires :

$$\tilde{R}_{i,t} - r_{f,t} = \alpha_i + \beta_i [\tilde{R}_{m,t} - r_{f,t}] + e_{i,t} \quad (2)$$

Si les marchés sont efficaces, le CAPM prédit que le coefficient α_i qui représente une mesure ajustée du risque de la performance historique du titre, n'est pas significativement différent de zéro. Les résidus $e_{i,t}$ sont en outre supposés indépendants et identiquement distribués et sont de moyenne nulle.

En pratique, nous estimons pour chaque entreprise européenne de notre échantillon et chaque mois un bêta sur une fenêtre glissante d'un an en utilisant des données quotidiennes de rendement (soit les 260 jours ouvrés précédant la fin du mois considéré)³. Le facteur de marché est représenté par l'indice européen large Eurostoxx 600⁴. Le taux sans risque est quant à lui mesuré par le rendement du Bund Allemand à 10 ans⁵.

Nous constituons pour la suite de l'analyse des portefeuilles équipondérés en regroupant les entreprises par pays pour les quatre plus grands pays de la zone euro. Le *bêta* des entreprises non financières de chaque portefeuille est obtenu en calculant la moyenne des N *bêta* des firmes composant ce portefeuille⁶. Le coût moyen des capitaux propres des firmes d'un pays donné est enfin reconstitué en multipliant à chaque date le coefficient *bêta* estimé pour le pays à cette date par la prime de risque du marché boursier européen et en ajoutant le taux sans risque. L'estimation séparée d'une prime de risque variable dans le temps pour l'ensemble du marché boursier européen constitue la deuxième étape de notre méthodologie d'évaluation du CoE.

Estimation de la prime de risque sur le marché boursier européen

Plusieurs options se présentent pour la mesure de la prime de risque associée au marché actions européen. La prime de risque de marché peut être évaluée comme la moyenne historique du rendement excédentaire annualisé de l'indice de marché boursier sur longue période. Fama et French (2002) situent par exemple cette prime moyenne entre 3 % et 8 % pour le marché américain. Pour un exercice d'évaluation du CoE des grandes banques des pays développés, King (2009) reprend les estimations de Dimson *et al.* (2002) qui mesurent la prime de risque de marché par une moyenne des rendements historiques sur un siècle (1900-2001), pour seize pays. Ces auteurs obtiennent ainsi une prime de risque moyenne des actions de l'ordre de

7 % pour la France. Le récent rapport du CNIS sur le « coût du capital » (Garnier *et al.*, 2015) s'appuie enfin sur des valeurs de prime de risque des actions pour différents pays tirées de l'enquête de Fernandez *et al.* (2012). Les primes moyennes affichées ressortent alors entre 5 % et 6 % pour les quatre plus grands pays européens.

Représenter la prime de risque sur actions par une moyenne de long terme suppose toutefois que la quantité de risque systématique du marché boursier comme le prix de ce risque, qui dépend de l'aversion au risque des investisseurs, sont constants. Une telle hypothèse paraît peu convaincante pour une période d'observation couvrant les deux crises récentes subies par les économies de la zone euro. Nous lui préférons donc une autre approche, qui consiste à estimer pour chaque mois une mesure variable dans le temps de la prime de risque sur actions en Europe en s'appuyant sur un modèle classique d'actualisation des dividendes (ou DDM, pour *Dividend Discount Model*).

L'approche DDM la plus simple, souvent utilisée en pratique pour fournir un ordre de grandeur de la prime de risque sur actions, repose sur l'hypothèse que les dividendes futurs croissent à un taux constant d'année en année. Sous cette hypothèse, la prime de risque est approximée comme la somme du ratio dividende sur prix du marché considéré et du taux de croissance nominal anticipé des dividendes futurs, auquel on retranche le taux sans risque. Nous mobilisons dans cet article une version plus élaborée du DDM, due à Fuller et Hsia (1984), qui permet de relâcher l'hypothèse d'un taux de croissance constant des dividendes futurs. Les dividendes considérés dans notre application sont l'ensemble des dividendes versés par les firmes de l'Eurostoxx 600 au cours d'une période de douze mois glissants. Nous ajoutons aux dividendes *stricto sensu* les flux de rachats d'actions par les firmes de l'indice. Ces rachats représentent en effet depuis le début de la crise de 2008 une des composantes non négligeables du revenu des actionnaires et donc du coût supporté

³ Source des données boursières (cours des actions individuelles et cours de l'indice) : Datastream.

⁴ Nous nous plaçons du point de vue d'un investisseur européen en supposant que la mobilité des capitaux en Europe est suffisante pour que les coûts de transaction soient négligeables et les opportunités d'arbitrage faibles entre marchés actions nationaux.

⁵ Le taux sans risque (de défaut et de liquidité) est souvent en pratique le taux d'intérêt constaté sur le marché des emprunts d'État liquides de pays considérés solvables.

En Europe, le Bund est la référence usuelle.

On peut également considérer le taux des swaps sur EONIA. Nous choisissons une maturité longue pour refléter l'horizon supposé à long terme des investisseurs en actions.

⁶ Les valeurs extrêmes, inférieures au 5^e ou supérieures au 95^e percentile, de la distribution empirique à chaque date sont exclues du calcul de cette moyenne pour réduire l'impact de possibles valeurs aberrantes.

par les entreprises. Entre 2006 et 2016, les rachats d'actions représentent environ un tiers des flux de l'entreprise vers les actionnaires pour le marché européen large : leur prise en compte accroît ainsi de 1 à 2 % sur cette période le niveau du ratio de ces flux financiers par rapport à la capitalisation. Dans le cadre de notre modélisation, cette hausse se répercute mécaniquement sur le niveau estimé du coût des capitaux propres et sur celui du coût pondéré des financements externes (WACC, cf. encadré 2).

En considérant l'impact des rachats d'actions, nous suivons la pratique d'autres analystes, dont Damodaran (A.) de l'université de New York. Ce choix méthodologique a un impact sensible sur nos résultats. En effet, sans la prise en compte des rachats d'actions, le niveau moyen du coût des capitaux propres pour les quatre grands pays européen serait plus bas d'environ 2 points de pourcentage autour de 8 % et celui du WACC inférieur d'environ 1 à 1,5 point de pourcentage, autour de 4,5 % au deuxième trimestre 2016. Le graphique 1 présente la série de prime de risque sur actions européennes obtenue. Cette prime a fortement fluctué depuis 2006, atteignant des points hauts pendant les épisodes de la crise financière en 2009 et de la crise de la dette souveraine européenne en 2012. Après une période de reflux, elle s'est à nouveau inscrite en hausse depuis la mi-2014. Cette évolution récente reflète surtout la baisse du taux sans risque au cours des deux dernières années, alors que le rendement exigé des actions européennes estimé semble se stabiliser sur cette période.

2. L'évolution du coût des capitaux propres des entreprises dans les quatre plus grands pays de la zone euro depuis 2006

Nous appliquons la méthodologie exposée précédemment à l'estimation d'un coût moyen des capitaux propres des grandes entreprises

Encadré 2

L'importance des rachats d'actions dans les flux financiers versés aux actionnaires

Les dividendes et les rachats d'actions sont, du point de vue de l'entreprise, deux manières de rémunérer les actionnaires. Pour l'entreprise, l'effet agrégé de ces différents flux financiers (en anglais : *free cash flows*, FCF) est identique : une partie de la trésorerie quitte l'entreprise pour être versée aux actionnaires. Pour cette raison, il semble préférable de prendre en compte les rachats d'actions dans notre calcul de rendement attendu par les actionnaires, même si cela paraît en contradiction avec l'hypothèse simplificatrice de détention à long terme qui sous-tend le modèle DDM utilisé. Les effets spécifiques de ces deux formes de versement peuvent toutefois conduire une entreprise riche en trésorerie à privilégier l'une ou l'autre selon les années (réactions de marché différentes, altération ou non de la structure de détention du capital, traitement fiscal différent pour l'actionnaire bénéficiaire, etc.). Pour plus de détails, cf. par exemple Garnier *et al.* (2015) et Damodaran (2016).

G1 Prime de risque sur actions en Europe (Eurostoxx 600)

(en %)



Sources : Bloomberg, Datastream, Eurosystème. Calculs : Banque de France.

non financières des quatre plus grands pays de la zone euro : l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne. L'échantillon de firmes considéré regroupe les cent-deux entreprises non financières cotées qui sont incluses dans les indices étroits de chacun de ces pays : DAX 30, CAC 40, FTSE MIB et IBEX 35 respectivement. Ce choix garantit

Encadré 3

Un modèle DDM pour l'estimation de la prime de risque européenne

Le modèle d'actualisation des dividendes, DDM, est le modèle standard de valorisation des actions. La valeur d'une action est en théorie égale à l'espérance de la somme de ses dividendes actualisés et du prix de revente de l'action, également actualisé par le facteur d'escompte de l'investisseur. En supposant une détention à très long terme (voire indéfinie) de cet actif, le prix de revente actualisé tend vers zéro. Sous l'hypothèse d'un taux de croissance anticipé des profits futurs g constant, d'un taux d'actualisation r constant et d'un taux de distribution de distribution des profits en dividendes égal à 1, le prix d'une action à $t = 0$ s'écrit alors comme :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} D_0 (1+g)^t = \frac{D_0}{r-g} \quad (1)$$

où r est le taux d'actualisation (annualisé) des flux de revenu futurs : autrement dit, c'est le taux de rendement attendu par les investisseurs, donc le coût des capitaux propres (CoE). Si les investisseurs ne sont pas neutres au risque, ils exigent une prime de risque $k = r - r^f$, pour compenser l'incertitude sur les rendements futurs. Dans ce cadre très simplifié, la prime de risque sur actions s'écrit :

$$k = \frac{D_1}{P_0} + g - r^f \quad (2)$$

La simplification obtenue avec le deuxième terme de l'équation (1) n'est possible que parce que le taux de croissance anticipé des dividendes futurs est supposé constant. Pour éviter cette hypothèse forte tout en conservant le bénéfice d'un modèle simple, les praticiens ont donc parfois recours à une version un peu plus sophistiquée du DDM, appelée H-model. Le H-model est un développement limité du DDM introduit par Fuller et Hsia (1984), qui autorise un taux de croissance anticipé g_a des dividendes futurs variable dans le temps mais selon un profil compatible avec une formule de calcul relativement simple. En pratique, nous considérons ici que, à chaque période T , les investisseurs anticipent une croissance future des dividendes au taux $g_{a,T}$ de la première à la troisième année, et une croissance au taux $g_{n,T}$ à partir de la septième année. De la troisième à la septième année, le taux de croissance anticipé est enfin supposé converger linéairement de $g_{a,T}$ vers $g_{n,T}$.

Sous ces hypothèses, la prime de risque sur actions s'exprime de façon approchée comme (nous ignorons l'indice T de la période de calcul pour préserver la lisibilité) :

$$k = r - r^f = \frac{D_0}{P_0} \left[(1+g_n) + \frac{H}{2} (g_a - g_n) \right] + g_n - r^f \quad (3).$$

Nous appliquons cette formule au marché boursier large européen (Eurostoxx 600) en prenant en compte l'impact des rachats d'actions sur la valorisation de l'indice. Le ratio représente donc ici le ratio des dividendes versés sur les douze derniers mois par les firmes de l'indice à la capitalisation $\frac{D}{P}$ de l'indice (*dividend yield*), augmenté du ratio des flux de rachats d'action à la capitalisation (*buyback yield*). Nous utilisons les prévisions de croissance nominale à moyen terme (trois ans) des bénéfices anticipés par action fournies par l'I/B/E/S (*Institutional Brokers' Estimate System*) pour calibrer le taux de croissance g_a à chaque période. Le taux de croissance à long terme g_n est mesuré par la somme des prévisions à long terme de croissance du PIB et d'inflation de la zone euro tirées du *Survey of professional forecasters* de la BCE. Le taux sans risque est toujours mesuré par le rendement du Bund à 10 ans.

Le graphique 2 montre les séries de données utilisées pour calculer la prime de risque sur actions du marché européen. On observe que les périodes de chute des cours, pendant les crises de 2008-2009 et 2011-2012, sont associées à des pics du *dividend yield* (augmenté du *buyback yield*). Ceci peut être interprété comme reflétant une préférence des grandes entreprises pour une stabilité des flux de revenus versés aux actionnaires. De même, le taux de croissance anticipé des revenus tend à augmenter après une forte baisse des cours (comme en 2010), suggérant des anticipations de ratrapping après une période de destruction de valeur.

une grande stabilité de l'échantillon et permet de retenir un nombre d'environ vingt-cinq grandes entreprises non financières pour chaque pays étudié. La décennie étudiée couvre près de deux cycles économiques et deux crises majeures.

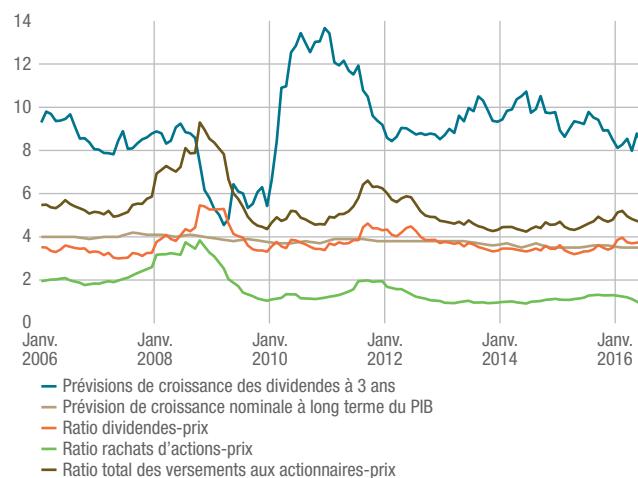
Le graphique 3 présente le résultat des estimations de coûts de capitaux propres pour les quatre portefeuilles pays d'entreprises. Depuis 2006, le coût nominal des capitaux propres des grandes entreprises des grands pays de la zone euro a fluctué entre 8 % et 16 % environ. Les épisodes de coût des capitaux propres élevés traduisent l'impact des principales crises de la période : l'après-Lehman fin 2008, la première phase de la crise de la dette souveraine en zone euro en 2010, puis la seconde phase de cette crise à partir de mi-2011 et jusqu'à la mi-2013. Un certain renchérissement du financement par fonds propres, pour atteindre des niveaux de coût des capitaux propres moyen par pays compris entre 10 % et 11 % est enfin visible en 2014-2015, en ligne avec les inquiétudes exprimées alors par certains observateurs⁷.

Bien que les coûts des capitaux propres moyens par pays soient très corrélés, on constate que celui de la firme allemande moyenne reste inférieur aux coûts des capitaux propres des firmes moyennes des trois autres pays, y compris la France, pendant la période de crise. Enfin, alors que les coûts des capitaux propres moyens demeuraient à des niveaux relativement élevés en 2014-2015 et supérieurs

⁷ Cf. notamment, en France, le rapport Villeroy de Galhau sur « Le financement de l'investissement des entreprises » (2015).

G2 Composantes du calcul de la prime de risque sur actions de l'Eurostoxx 600

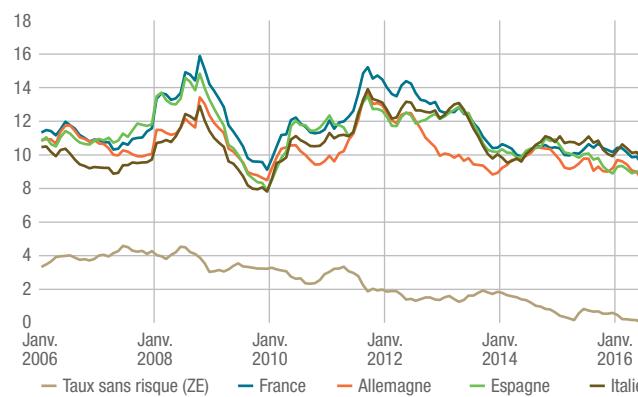
(en %)



Sources : Bloomberg, Datastream, Eurosystème.

G3 Coût des capitaux propres estimé des entreprises non financières des quatre plus grands pays de la zone euro

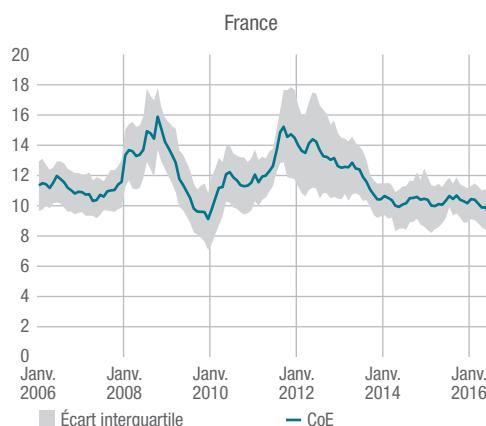
(en %)



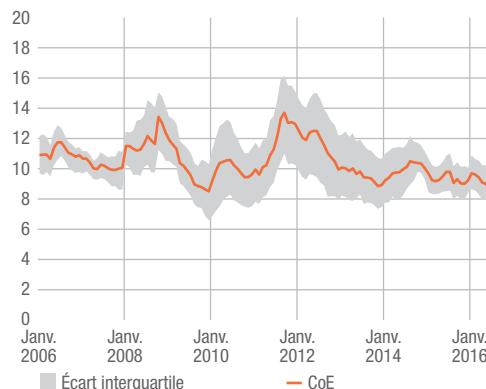
Sources : Bloomberg, Datastream, Eurosystème. Calculs : Banque de France.

G4 Coût des capitaux propres moyen estimé des SNF

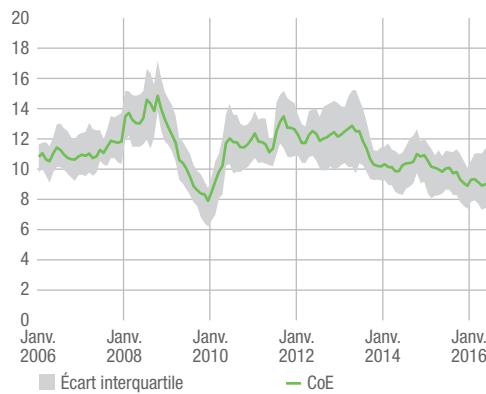
(en %)



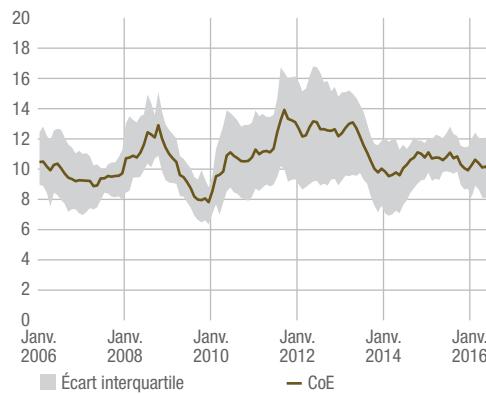
Allemagne



Espagne



Italie



Sources : Bloomberg, Datastream, Eurosystème. Calculs : Banque de France.

à 10 % pour trois pays malgré la baisse du taux sans risque, on constate une décrue des rendements exigés à partir de la mi-2015, qui reviennent à un niveau de l'ordre de 9 %, inférieur aux moyennes d'avant la crise des *subprimes*. Ce mouvement baissier semble se poursuivre au premier semestre de 2016. Des écarts subsistent entre pays, mais l'analyse des estimations de CoE pour les firmes individuelles révèle que ces écarts demeurent faibles par rapport aux écarts entre firmes de différents secteurs au sein d'un même pays⁸.

Le graphique 4 illustre l'importance de cette dispersion des situations au sein de chaque pays, suggérant que les écarts entre CoE moyens par pays sont peu significatifs pour les derniers trimestres. La distribution des *bêta* individuels au sein de chaque portefeuille-pays est représentée par l'écart interquartile autour de la valeur moyenne du coût des capitaux propres. Cette hétérogénéité au sein des pays est plus forte en période de crise. Elle reste néanmoins substantielle en fin de période étudiée, notamment en Espagne et Italie.

⁸ Sur les trois dernières années, les effets fixes pays expliquent 3 % de la variance des CoE des cent-deux firmes de nos quatre portefeuilles-pays, alors que les effets fixes sectoriels (pour les neuf principaux secteurs non-financiers de l'indice Eurostoxx 260) expliquent 14 % de la variance.

Il importe de bien comprendre que les résultats présentés dans cette section sont contingents aux hypothèses de modélisation et aux choix de spécification sous-jacents. Ils sont donc entourés d'incertitude et doivent être utilisés avec prudence⁹. Nos résultats par pays sont néanmoins d'un ordre de grandeur comparable à celui qu'affichent d'autres études. Damodaran (A.), de NYU Stern, estime à fin juin 2015 une prime de risque sur actions (hors taux sans risque) de 6,3 % en France, 5,8 % en Allemagne, 8,2 % en Italie et 7,8 % en Espagne¹⁰. En lui ajoutant un taux sans risque nominal à long terme de l'ordre de 1 %, on retrouve des niveaux de CoE de l'ordre de 7 à 9 % à mi-2015, légèrement inférieurs à ceux du graphique 1. Un rapport récent du McKinsey Global Institute (2016) fournit également un ordre de grandeur comparable : il estime un CoE réel fluctuant entre 6 % et 8 %, en moyenne, sur la période 1965-2014 en Europe, soit un CoE nominal de 8 à 10 % en moyenne de long terme en supposant une inflation de long terme proche de la cible de l'Eurosystème¹¹. Enfin, l'OCDE (2015) estime un CoE d'environ 12 % pour les firmes industrielles de l'ensemble des pays avancés en 2014¹².

3. Un coût pondéré de financement en baisse et inférieur à son niveau de pré-crise

Les estimations précédentes des CoE moyens par pays permettent d'évaluer le coût total du financement des grandes entreprises non financières européennes comme la moyenne des coûts des capitaux propres et de la dette pondérés par leurs parts relatives dans le passif des entreprises (soit une mesure du *Weighted Average Cost of Capital* ou WACC). La dette se décompose elle-même en dette obligataire et dette bancaire¹³. Nous mesurons le coût de la dette obligataire par le rendement moyen des obligations des principales entreprises non financières de chaque pays¹⁴.

Pour le coût de la dette bancaire, nous utilisons le taux des nouveaux prêts bancaires aux SNF d'un montant supérieur à un million d'euros (source BCE), comme proxy du taux pratiqué envers les grandes firmes. Le graphique 5 présente l'évolution de ces coûts de financement par dette des grandes entreprises des quatre grands pays de la zone euro, qui atteignent un niveau historiquement bas en 2016, sous l'effet notamment des politiques monétaires non conventionnelles très accommodantes de l'Eurosystème. Dans de nombreux pays, les intérêts payés sur la dette des entreprises sont totalement ou partiellement déductibles de l'imposition sur les bénéfices. En pratique, les règles fiscales à appliquer peuvent être complexes (effets de seuil, traitement différencié possible de différents types de dette, etc.). En première analyse, nous négligeons ici l'impact de ces déductions fiscales, ce qui revient à calculer un coût de la dette avant impôt. Si l'on considère que notre évaluation du CoE correspond plutôt pour la firme à un coût après imposition des bénéfices (car elle s'appuie sur une mesure des dividendes effectivement versés *via* le ratio dividendes-prix), notre approximation du WACC agrège donc des mesures de coûts non strictement comparables.

Nous calculons les pondérations des différents coûts de financement des grandes entreprises de chaque pays en utilisant les comptes financiers trimestriels des agents non financiers produits par l'Eurosystème. Les séries des comptes financiers agrègent la situation de l'ensemble des entreprises d'un pays. Toutefois, dans la mesure où la taille des entreprises est très hétérogène (en général, chaque pays compte un grand nombre de petites firmes et un petit nombre de très grandes firmes), une hypothèse de granularité selon laquelle les ratios sont fortement influencés par les évolutions des plus grandes firmes paraît raisonnable. Nous supposons donc que les ratios de levier déduits des comptes financiers nationaux sont une bonne approximation des ratios des grandes entreprises cotées pour lesquelles nous avons estimé un CoE.

⁹ L'incertitude qui entoure notre évaluation découle des nombreux choix de modélisation et d'estimation : le choix d'un modèle à facteur unique des rendements individuels (CAPM) dans l'étape 1, l'incertitude d'estimation des bêtas liée à la taille finie des fenêtres glissantes, la non-pondération et la composition des portefeuilles pays (incertitude liée à la moyenne), les hypothèses de la méthode de calcul de la prime de risque dans l'étape 2 (choix des profils d'anticipation de profits etc.). Il faut y ajouter enfin l'erreur de mesure possible liée au choix des données d'anticipation des profits et de taux sans risque utilisées.

¹⁰ Le calcul est disponible à l'adresse : <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctrypremJuly15.xls>

¹¹ Par ailleurs, ce rapport fait aussi le constat d'un CoE qui reste stable malgré la baisse des taux à partir de 2008, et attribue cette divergence à l'augmentation des primes de risques.

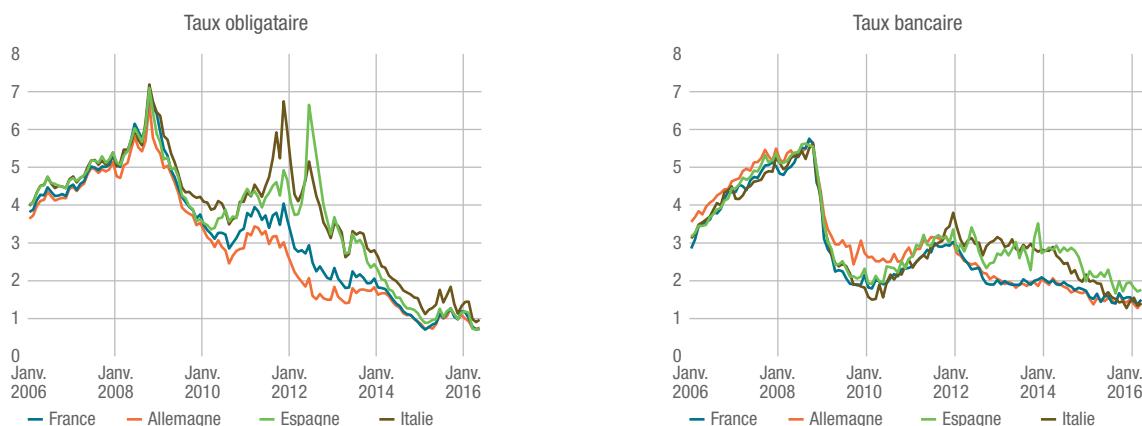
¹² Le calcul de l'OCDE porte sur un échantillon de quelques 10 000 grandes firmes cotées fourni par Bloomberg (*Bloomberg World equity Index*).

¹³ Cf. encadré 4.

¹⁴ La méthode de calcul de ces rendements obligataires est présentée dans Gilchrist et Mojon (2014).

G5 Coût de la dette obligataire et bancaire pour les grandes entreprises non-financières de la zone euro

(en %)



Sources : Bloomberg, Eurosystème. Calculs : Banque de France.

Encadré 4

Les comptes financiers nationaux et le calcul du WACC

Les pondérations des différents coûts de financement des grandes entreprises de chaque pays sont calculées ici à partir des comptes financiers trimestriels des agents non financiers produits par l'Eurosystème. Pour chaque pays, nous considérons l'encours de dette bancaire nette (calculé à partir des agrégats suivants : dettes bancaires au passif (AF4) – dettes bancaires à l'actif (AF4)), l'encours de dette obligataire (dettes obligataires au passif (AF3)) ainsi que le montant des capitaux propres nets (Capitaux propres totaux (F51) au passif – Capitaux propres totaux (F51) à l'actif) du secteur des SNF.

L'utilisation d'encours nets vise à effectuer une pseudo-consolidation afin de limiter l'impact des doubles comptes liés aux prêts intra-groupes et aux participations croisées. Les capitaux propres comptabilisés par les comptes financiers nationaux incluent les actions cotées, valorisées au prix de marché, et les actions non cotées, dont la valeur de marché résulte d'une estimation dérivée de la mesure de leurs fonds propres comptables (qui incluent, outre le capital social, le résultat de l'exercice, le report à nouveau, des réserves et les éventuels écarts des réévaluations)¹. Sur la base de ces comptes financiers nationaux, la dette bancaire représente ainsi environ 30 % des sources de financement des entreprises françaises fin 2015 contre environ 20 % pour la dette obligataire. Les actions représentent donc environ la moitié des sources de financement externes nettes des entreprises françaises. Avec la même méthodologie, la part des capitaux propres dans les financements des entreprises américaines apparaît par comparaison nettement plus élevée, de l'ordre de 75 %.

À la date de la rédaction, les comptes financiers sectoriels par pays ne sont disponibles que jusqu'au premier trimestre 2016 et, pour les données italiennes, qu'à partir du premier trimestre 2012. Nous prolongeons les valeurs de mars 2016 jusqu'en juin 2016 pour calculer les pondérations en 2016.

¹ Pour plus de détails, cf. Garnier *et al.* (2015, p. 55).

Le coût moyen total pondéré de financement des grandes entreprises non financières estimé pour les quatre pays est présenté graphique 6. Il s'établit autour de 5,3 % pour la France, l'Espagne et l'Italie en juin 2016, et est légèrement plus faible pour l'Allemagne (3,9 %). Il est fortement corrélé au coût des capitaux propres estimé, ce qui reflète la part importante des capitaux propres dans les passifs des grandes entreprises européennes. Le WACC moins élevé supporté par les entreprises allemandes reflète un coût des capitaux propres estimé légèrement plus faible mais, également, le poids en moyenne moins important des capitaux propres nets dans le passif de ces firmes (environ 40 % fin 2015, contre environ 50 % pour les SNF françaises). Au contraire, le levier des firmes françaises mesuré à partir des comptes nationaux est en 2016 le plus faible des quatre pays étudiés, ce qui magnifie l'impact du CoE estimé dans leur coût moyen de financement.

4. Conclusion

Cet article propose une évaluation du coût des capitaux propres des grandes entreprises non financières dans la zone euro qui s'appuie sur des méthodes standard de valorisation d'actif. Malgré leurs limites théoriques et empiriques connues, ces approches simples restent fréquemment utilisées par les praticiens et leur mise en œuvre, aisément reproductible, peut fournir une référence utile au débat de politique économique. L'accès des entreprises au financement par émission de capitaux propres à un coût raisonnable est en effet *a priori* favorable à l'investissement et à l'innovation, donc à une croissance potentielle plus élevée pour l'économie.

Nos estimations suggèrent que le coût nominal des capitaux propres des grandes firmes cotées des quatre grands pays de la zone euro est revenu à un niveau comparable, voire inférieur, à celui dont bénéficiaient les entreprises avant la crise

G6 Coût total de financement moyen estimé des grandes entreprises dans la zone euro



Sources : Bloomberg, Datastream, Eurosystème. Calculs : Banque de France.

de 2007-2008. Dans un contexte de forte baisse des taux du crédit bancaire et du rendement exigé des obligations d'entreprises en zone euro au cours des dernières années, sous l'effet des politiques monétaires très expansionnistes de l'Eurosystème, le coût moyen pondéré du financement des entreprises de ces quatre pays atteint aujourd'hui un niveau inférieur à celui de 2006 en termes nominaux. Toutefois, la stabilisation du coût des fonds propres, alors que le taux d'intérêt long sans risque a baissé fortement depuis le début de 2014, suggère une hausse tendancielle de la prime de risque sur actions en Europe, comme aux États-Unis¹⁵.

Il est encore difficile d'identifier les causes de cette hausse de la prime de risque et donc aussi d'évaluer si elle sera durable ou non. Le débat actuel sur la « stagnation séculaire » dans les pays développés, les tensions politiques en Europe, tout comme les craintes exprimées régulièrement par certains commentateurs quant à la formation de bulles de prix d'actifs dans un contexte de taux bas, peuvent contribuer à renforcer la perception d'un risque accru. L'aversion pour le risque des investisseurs peut aussi avoir augmenté avec la dernière crise.

15 Le rapport du McKinsey Global Institute (2016) « *Diminishing returns: why investors may need to lower their expectations* », McKinsey&Company met en avant le niveau historiquement haut de la prime de risque actions aux États-Unis en 2015, notamment au regard des taux d'intérêts en baisse. Selon les calculs de Damodaran (A.), la prime de risque sur actions des entreprises du S&P 500 est passée de 5 % début 2014 à un peu plus de 6 % mi-2016.

En tout état de cause, cet indicateur méritera un suivi attentif dans les trimestres à venir. En effet, un niveau élevé de la prime de risque sur actions dans un contexte de taux d'intérêt bas est susceptible d'encourager les entreprises à augmenter leur endettement au détriment d'un financement par fonds propres. Dans la mesure où cet endettement accru est pour partie utilisé pour maintenir un niveau élevé de paiements de dividendes ou des rachats d'actions compatibles

avec les attentes de rendement des actionnaires, on ne peut en attendre qu'un impact faiblement positif sur l'investissement et la croissance de la productivité. Alors que celle-ci reste faible dans les pays développés, et que l'effort d'investissement en recherche et développement doit être stimulé après son ralentissement dû à la crise récente, il importe d'encourager le financement par capitaux propres des entreprises, davantage porteur d'une perspective de long terme.

Bibliographie

Damodaran (A.) (2016)

« *Equity risk premiums (ERP): determinants, estimation and implications – The 2016 Edition* », mimeo, NYU Stern.

De Bandt (O.), Camara (B.), Pessarossi (P.) et Rose (M.) (2014)

« *Regulatory changes and the cost of equity: evidence for French banks* », Débats économiques et financiers, n° 11.

Dimson (E.P.), Marsch (R.) et Staunton (M.) (2002)

« *Triumph of the optimists: 101 years of global investment returns* », Princeton University Press.

Fama (E. F.) et French (K.) (2002)

« *The equity premium* », *Journal of Finance*, n° 58, p. 637-59.

Fernandez (P.), Aguirrealamoa (J.) et Corres (L.) (2011)

« *Market risk premium used in 56 countries in 2011: a survey with 6.014 answers* », IESE Business School Working Paper.

Fuller (R.J.) et Hsia (C.) (1984)

« *A simplified common stock valuation model* », *Financial Analysts Journal*, Vol. 40, n° 5, 1984, p. 49-56.

Garnier (O.), Mahieu (R.) et Villetelle (J.-P.) (2015)

« *Coût du capital : rapport du groupe de travail (CNIS)* », Conseil national de l'information statistique.

Gilchrist (S.) et Mojon (B.) (2014)

« *Credit risk in the euro area* », Banque de France *Working Paper* 482, avril.

King (M. R.) (2009)

« *The cost of equity for global banks: a CAPM perspective from 1990 to 2009* », *BIS Quarterly Review*, septembre, p. 59-73.

McKinsey Global Institute (2016)

« *Diminishing returns: why investors may need to lower their expectations* », McKinsey & Company, mai.

OCDE (2015)

« *Corporate investment and the stagnation puzzle* », *Business & Finance Outlook*, OCDE, Paris.

Villeroy de Galhau (F.), Guérin (L.) et Hautier (A.) (2015)

« *Rapport d'étape au Premier ministre : le financement de l'investissement des entreprises* », *La documentation française*.

La monnaie et ses contreparties en France et en zone euro

Jacques MORENAS
Bérengère RUDELLE
Direction des Statistiques
monétaires et financières
Service des Statistiques
européennes

Depuis 2010, la masse monétaire de la zone euro (l'agrégat monétaire M3) augmente à un rythme plus modéré qu'avant la crise. Après avoir fléchi en 2013, son taux de croissance se redresse en 2014 et 2015 (+ 3,8 % puis + 4,7 %, après + 1,0 % en 2013). La composante française progresse de façon similaire, en dépit d'un léger repli fin 2015. Son taux de croissance s'établit à 5,2 % en mars 2016, en ligne avec celui de l'agrégat M3 de la zone euro.

En regard, les sources de création monétaire en zone euro évoluent sensiblement au cours des dix dernières années. Les concours au secteur public augmentent nettement, stimulés par les achats de titres publics par l'Eurosystème. Parallèlement, la contraction des ressources de long terme (obligations, dépôts à terme, etc.) des institutions financières monétaires favorise l'expansion monétaire. Enfin, entre 2012 et 2015, les crédits au secteur privé résident se contractent, tandis que les institutions financières monétaires augmentent nettement leurs engagements vis-à-vis des non-résidents. Sur cette période, la France se distingue des autres pays de la zone euro par le dynamisme des crédits au secteur privé, notamment aux sociétés non financières.

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

Codes JEL : D14, D21, E51

Chiffres clés

5 %

Taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro en mars 2016.

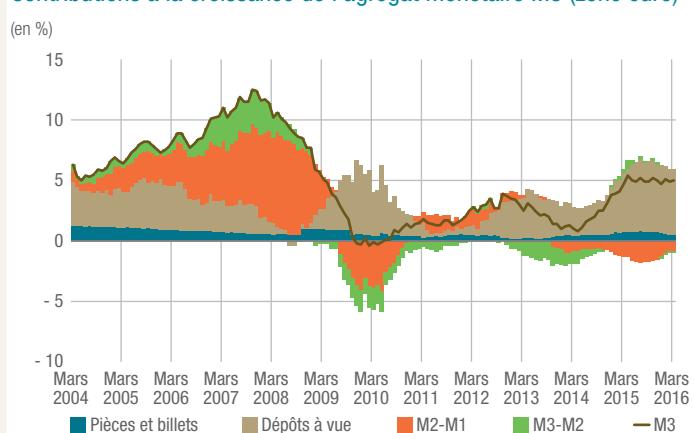
5,2 %

Taux de croissance annuel de la composante française à M3 en mars 2016.

11 %

Taux de croissance des dépôts à vue en zone euro en mars 2016.

Contributions à la croissance de l'agrégat monétaire M3 (zone euro)



Source : BCE.

1. La monnaie et ses contreparties

Qu'est-ce que la monnaie ?

La masse monétaire est définie à partir de trois critères : qui émet la monnaie (secteur émetteur), qui détient la monnaie (secteur détenteur) et quels sont les instruments financiers qui composent la monnaie.

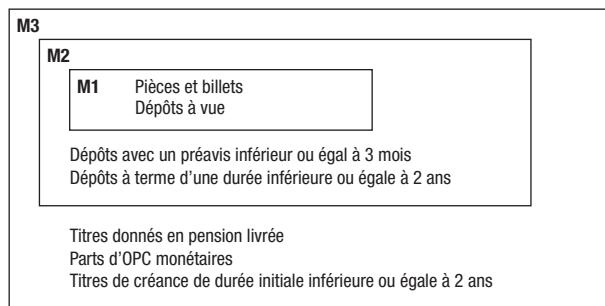
Le **secteur émetteur de monnaie** est constitué des institutions financières monétaires résidentes (IFM), qui regroupent essentiellement la Banque centrale européenne (BCE), les banques centrales nationales, les établissements de crédit, les OPC monétaires et certaines sociétés de financement.

En face, le **secteur détenteur de monnaie** comprend les agents résidents de la zone euro, qui ne sont ni des IFM, ni des administrations centrales¹ (ménages, sociétés non financières, assurances, autres intermédiaires financiers et administrations publiques autres qu'administrations centrales)².

Les administrations centrales sont conventionnellement considérées comme un secteur neutre, ni émetteur ni détenteur de monnaie.

La principale propriété des **instruments monétaires** est leur liquidité : il s'agit d'actifs financiers qui peuvent être convertis rapidement en numéraire sans perte en capital. Les instruments monétaires diffèrent par leur degré de liquidité. C'est pourquoi on distingue trois agrégats monétaires imbriqués, M1, M2 et M3. L'agrégat M1, le plus liquide, comprend les dépôts à vue, ainsi que les pièces et billets en circulation. L'agrégat M2 contient l'agrégat M1, ainsi que les dépôts avec un préavis inférieur ou égal à trois mois et les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans³. Enfin, l'agrégat M3 contient M2 ainsi que les titres donnés en pension livrée, les parts d'OPC monétaires et les titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans (cf. schéma 1). L'agrégat monétaire M3 est donc l'agrégat monétaire usuel le plus large ; il est utilisé par la BCE pour définir la monnaie.

Schéma 1 Composition des différents agrégats monétaires



Ainsi, la monnaie est inscrite à l'actif du secteur détenteur de monnaie et au passif du secteur émetteur de monnaie. Il y a création monétaire dès que la quantité d'instruments monétaires détenus par des résidents de la zone euro qui ne sont ni des IFM, ni des administrations centrales, augmente⁴.

M3 et ses principales contreparties dans le bilan monétaire

La présentation du bilan consolidé des IFM, également appelé bilan monétaire, permet d'identifier les sources de création monétaire (cf. tableau 1 ci-contre) au sein de ce que l'on appelle les contreparties⁵ de M3.

L'agrégat monétaire M3 représente environ 60 % du passif des IFM de la zone euro. Les principales contreparties de M3 sont les suivantes :

- **les ressources de long terme** : il s'agit de ressources non monétaires inscrites au passif du bilan des IFM : obligations, dépôts à terme et titres de créances d'une durée supérieure à deux ans, dépôts avec préavis supérieur à trois mois, capital et réserves. Ces ressources ne sont pas considérées comme de la monnaie, parce qu'elles sont moins liquides que les instruments monétaires. Celles-ci représentent 24 % du bilan des IFM de la zone euro au 31 mars 2016 ;

¹ Les administrations centrales regroupent l'État ainsi que divers organismes contrôlés par l'État qui exercent une compétence au niveau national.

² Ces agents économiques sont définis d'après le concept de la comptabilité nationale. Cf. Système européen des comptes (SEC 2010).

³ En France, les livrets réglementés (livret A, compte épargne-logement, etc.) font partie de cet agrégat.

⁴ Voir en particulier la Note d'information de la Banque de France « Qui crée la monnaie ? »

⁵ Les contreparties de M3 regroupent l'ensemble des éléments du bilan des institutions financières qui ne sont pas retenus dans le calcul de la masse monétaire (actif et postes non monétaires du passif).

Tableau 1 Bilan des IFM françaises et de la zone euro

Encours bruts (en milliards d'euros) au 31 mars 2016

Actif	France		Zone euro		Passif	France		Zone euro	
	En milliards	En %	En milliards	En %		En milliards	En %	En milliards	En %
Concours au secteur privé	2 727	69	12 709	69	M3	2 186	56	10 967	60
Concours au secteur public	716	18	4 058	22	Dépôt des administrations centrales	60	2	333	2
Contrepartie extérieure (solde)	232	6	1 278	7	Ressources long terme hors capital et réserves	1 214	31	4 438	24
Autres éléments de l'actif (solde)	249	6	288	2	Capital et réserves	462	12	2 594	14
Total Actif	3 923	100	18 333	100	Total Passif	3 923	100	18 333	100

Notes : L'agrégat M3 n'existe qu'à l'échelle de la zone euro. Dans les tableaux, pour la France « M3 » désigne la composante française à l'agrégat M3 de la zone euro. Les différences entre la somme des composantes et le total proviennent des arrondis.

Source : BCE.

- **les dépôts des administrations centrales**, auprès des IFM (environ 2 % du bilan des IFM en France et en zone euro). Comme indiqué plus haut, les dépôts des administrations centrales ne sont pas comptabilisés dans la monnaie ;

- **les concours au secteur privé** (crédits et titres) : crédits accordés par les IFM à des résidents hors IFM et administrations publiques et titres émis par des résidents hors IFM et administrations publiques détenus par les IFM. Inscrits à l'actif des IFM, les concours au secteur privé représentent environ 70 % du bilan des IFM en France et en zone euro au 31 mars 2016. Il s'agit donc de la principale contrepartie de l'agrégat M3 ;

- **les concours au secteur public** (crédits et titres). Ils représentent 22 % du bilan des IFM de la zone euro. Le secteur public est constitué de l'ensemble des administrations publiques, y compris administrations centrales ;

- **la contrepartie extérieure** : solde des créances et des engagements des IFM sur les non-résidents⁶ (environ 7 % du bilan des IFM de la zone euro au 31 mars 2016) ;

- **les autres contreparties de M3**. Il s'agit du solde des autres opérations non répertoriées ailleurs (dépôts et crédits interbancaires, *repos* et *reverse repos* avec les chambres de compensation, ainsi que divers autres éléments du passif et de l'actif). Cette

composante représente environ 2 % du bilan des IFM de la zone euro.

2. Depuis 2010, porté par sa composante la plus liquide, l'agrégat monétaire M3 croît à un rythme modéré

La croissance de l'agrégat monétaire M3 est plus modérée qu'avant la crise

L'agrégat monétaire M3 ralentit fortement depuis la crise de 2007-2008. Entre décembre 2005 et décembre 2010, le taux de croissance annuel moyen de l'agrégat monétaire M3 s'établit à 2,7 % contre

6 Agents non résidents de la zone euro

G1 L'agrégat M3 et sa composante française

(Taux de croissance annuel cvs, en %)



Sources : Banque de France, BCE.

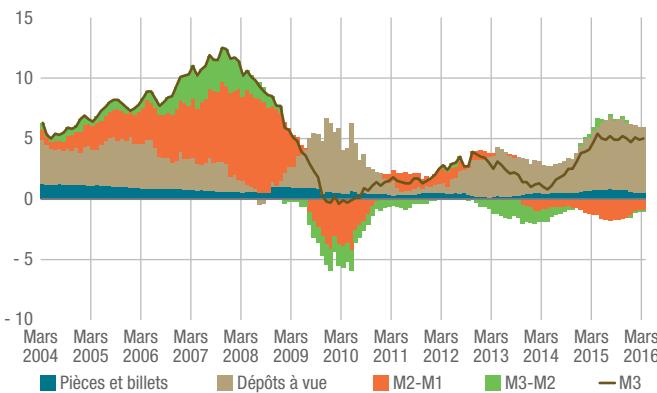
une moyenne de 8,2 % entre décembre 2003 et décembre 2007. Le taux de croissance de M3 chute fortement en 2009, devenant quasi nul en 2010 (cf. graphique 1). Depuis 2010, la croissance de la masse monétaire est essentiellement soutenue par les dépôts à vue, tandis que les autres composantes de la masse monétaire se contractent globalement sur la période. Par conséquent, la composition de l'agrégat monétaire M3 se transforme au profit d'actifs plus liquides : la part de M1 dans l'agrégat M3 passe de 44 % en décembre 2007 à 61 % en décembre 2015 (cf. graphique 3). Le taux de croissance de la composante française de l'agrégat M3 connaît des évolutions similaires. Depuis 2012, la composante française de l'agrégat M3 évolue globalement en ligne avec l'agrégat de la zone euro. Après avoir fléchi en 2013, le taux de croissance de l'agrégat monétaire M3 se redresse en 2014 et 2015 (+ 3,8 % puis + 4,7 % après + 1,0 % en 2013) ; malgré un léger fléchissement fin 2015, le taux de croissance de la contribution française suit une progression similaire passant de + 0,8 % en 2013 à + 3,6 % en 2014 et + 3,3 % en 2015 (cf. tableau 2). En mars 2016, il s'établit à 5,2 %, très proche du taux de croissance de l'agrégat M3 de la zone euro qui se situe à 5 %.

En 2014 et 2015, l'agrégat monétaire M3 accélère, essentiellement du fait de l'accélération de l'agrégat M1

Le dynamisme de l'agrégat M3, tout comme celui de sa contribution française, est toujours porté par l'agrégat M1, et en particulier par les dépôts à vue dont l'encours progresse de 11,6 % en 2015 (+ 14,8 % pour la composante française). En zone euro, ce dynamisme compense entièrement la contraction des dépôts à terme (inclus dans M2-M1), celle-ci s'accentuant fortement entre 2014 (- 5,4 %) et 2015 (- 9,0 %). La France échappe à cette contraction, le taux de croissance des dépôts à terme se maintenant à + 4,1 % en 2015, contre + 3,6 % en 2014. Le taux de croissance des comptes sur livrets^{7,8}, également inclus dans M2-M1, repart légèrement à la hausse en zone euro (+ 0,6 %

G2 Contributions à la croissance de l'agrégat monétaire M3 (zone euro)

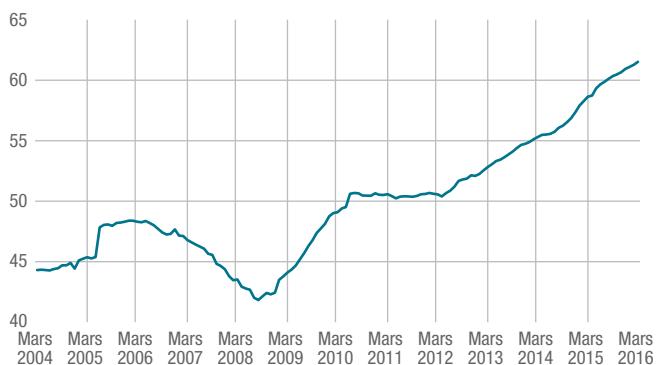
(en %)



Source : BCE.

G3 Part de l'agrégat M1 dans l'agrégat monétaire M3 (zone euro)

(en %)



Source : BCE.

en 2015, contre + 0,1 % en 2014) et décroît un peu moins fortement en France (- 1,3 % en 2015, contre - 1,5 % en 2014). Au total, la résultante M2-M1 se contracte plus fortement en 2015 (- 3,5 %, contre - 2,3 % en 2014) alors que sa composante française est quasi stable (- 0,4 % en 2015, contre - 0,5 % en 2014). Au sein de la composante française M3-M2, tous les types d'instruments se contractent (- 28,0 % pour les pensions et - 11,6 % pour les titres de créance

⁷ Il s'agit de la rubrique « Dépôts à préavis ≤ 3 mois » de la nomenclature européenne

⁸ Livrets A, livrets bleus, livrets de développement durable (LDD), livrets jeunes, livrets d'épargne populaire (LEP), livrets de développement durable, livrets ordinaires.

d'échéance inférieure à deux ans en 2015) à l'exception des titres d'OPC monétaires (+ 3,8 % en 2015) (cf. tableau 1). La France ne fait pas exception dans la zone euro, au sein de laquelle

les instruments négociables accusent une baisse de 3,8 % en 2015, en raison des titres donnés en pension (- 38,2 %) et des titres de créances d'échéance inférieure à deux ans (- 26,2 %).

Tableau 2 Évolution des agrégats monétaires zone euro et France 2013-2014-2015

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

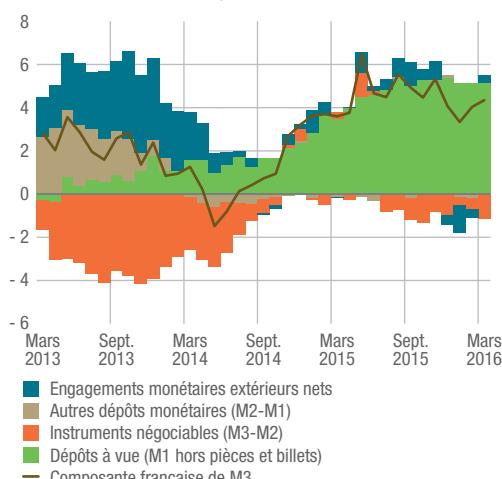
Agrégats monétaires (en données cvs) ou Principaux actifs monétaires (c)	Zone euro a)				France c)			
	Encours 2015	Taux de croissance annuel b) 2013	2014	2015	Encours 2015	Taux de croissance annuel b) 2013	2014	2015
+ Billets et pièces en circulation	1 034	5,3	6,4	6,7				
+ Dépôts à vue	5 570	5,9	8,4	11,6	752	3,4	8,6	14,8
= M1	6 604	5,8	8,1	10,8	752	3,4	8,6	14,8
+ Autres dépôts monétaires	3 608	- 1,8	- 2,3	- 3,5	745	1,5	- 0,5	- 0,4
dont : Dépôts à préavis ≤ 3 mois	2 161	2,2	0,1	0,6	607	2,2	- 1,5	- 1,3
dont : Dépôts à terme ≤ 2 ans	1 447	- 6,4	- 5,4	- 9	139	- 1,1	3,6	4,1
= M2	10 212	2,5	3,8	5,3	1 498	2,3	3,5	6,7
+ Instruments négociables	627	- 16,1	4	- 3,8	337	- 14,7	- 0,3	- 2,0
dont : titres d'OPC monétaires	479	- 10,4	2,6	11,5	254	- 13,2	- 5,9	3,8
dont : pensions	77	- 9,2	0,8	- 38,2	21	- 0,7	- 4,6	- 28,0
dont : titres de créance ≤ 2 ans	71	- 38	18,7	- 26,2	61	- 24,3	30,0	- 11,6
= M3	10 840	1,0	3,8	4,7	1 834	- 1,7	2,8	5,0
+ Engagements monétaires bruts vis-à-vis du reste de la zone euro					156	18,6	8,7	- 14,8
- Avoirs monétaires bruts vis-à-vis du reste de la zone euro					40	- 22,9	- 10,0	- 7,6
= Composante française de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro (d)					1 950	0,8	3,6	3,3

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

Sources : Banque de France, BCE.

G4 Contributions au taux de croissance de la composante française de M3

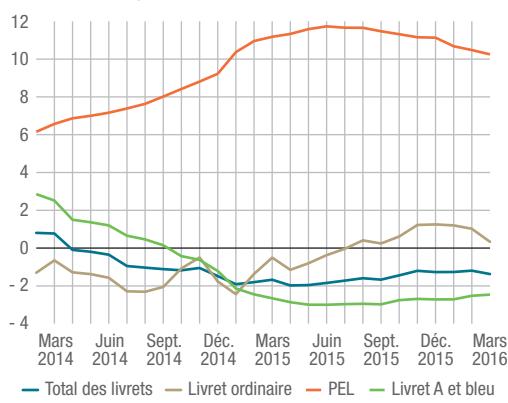
(Contributions à l'évolution de M3, en %)



Source : Banque de France.

G5 Taux de croissance des livrets et des PEL en France

(Glissements annuels en %)



Source : Banque de France.

L'attrait croissant des ménages français pour le PEL, non-inclus dans M3, explique la contraction des comptes sur livrets (cf. graphique 5) à l'instar du livret A dont la décollecte amorcée fin 2014 se poursuit en 2015.

3. Depuis 2009, les sources de création monétaire en zone euro se transforment

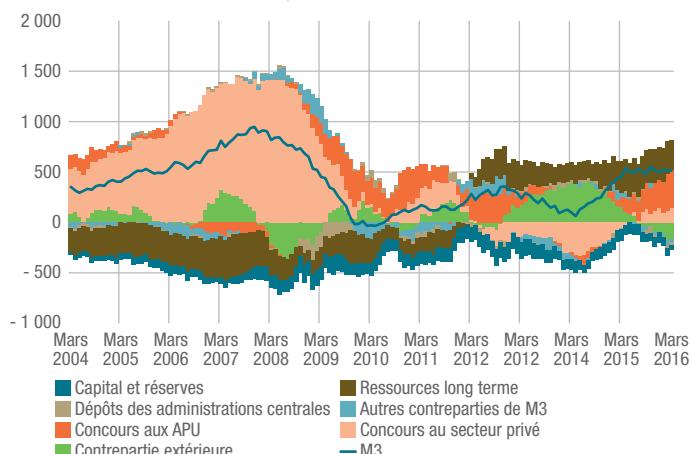
Si, historiquement, les concours au secteur privé représentent la principale source de création monétaire en zone euro, la croissance de la masse monétaire est imputable à d'autres facteurs depuis 2009 (cf. graphique 6).

Depuis la crise de 2007-2008, les concours au secteur privé cessent d'être la principale source de création monétaire en zone euro

À partir de la crise de 2007-2008, les concours au secteur privé décélèrent nettement, expliquant le ralentissement soudain de la masse monétaire. Depuis 2011, ils ne contribuent plus majoritairement à la croissance de la masse monétaire. Par ailleurs, il se produit un découplage entre taux de croissance

G6 Contributions des contreparties de M3 à la croissance monétaire en zone euro

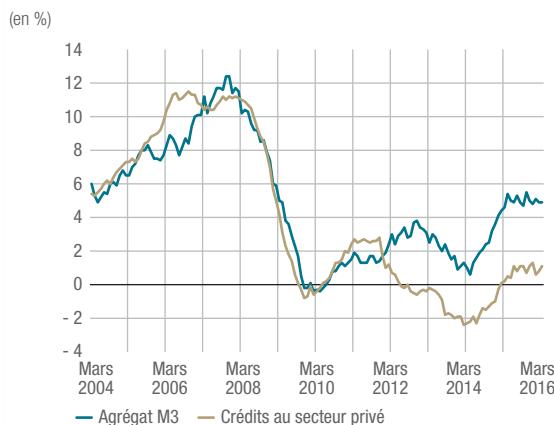
(Flux cumulés sur 12 mois, en milliards d'euros)



Source : BCE.

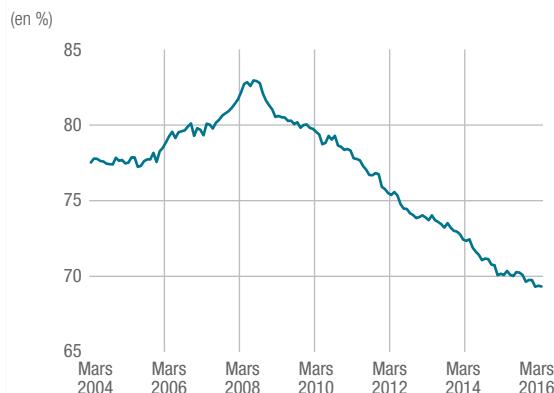
de M3 et du crédit au secteur privé (cf. graphique 7), la monnaie croissant depuis 2012 à un rythme plus rapide que le crédit. Les encours de crédits au secteur privé se contractent en 2013-2014, alors que la croissance de la masse monétaire reste positive. Par conséquent, la part des concours au

G7 Taux de croissance de la monnaie et du crédit au secteur privé en zone euro



Source : Banque de France.

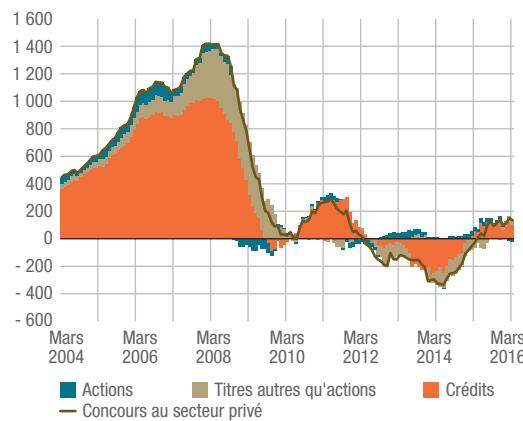
G8 Part des concours au secteur privé dans le bilan des IFM de la zone euro



Source : Banque de France.

G9 Concours au secteur privé en zone euro (décomposés par type)

(Flux cumulés sur 12 mois, en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

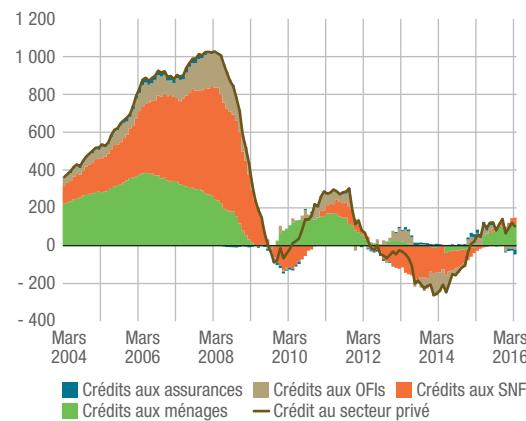
secteur privé dans le bilan des IFM de la zone euro a baissé fortement, passant de 83 % en mai 2008 à 70 % fin 2015 (cf. graphique 8).

Le crédit bancaire explique la majeure partie de l'évolution des concours au secteur privé (cf. graphique 9). Après avoir augmenté à un rythme très rapide avant la crise, les encours de crédits au secteur privé, notamment aux sociétés non financières (SNF), se contractent entre 2012 et 2015, traduisant un ajustement des bilans des agents privés non financiers. Fin 2015, portés par le redémarrage des crédits aux ménages, les crédits repartent à la hausse en zone euro, tandis que l'encours de crédits aux SNF cesse de se contracter (cf. graphique 10). Ce redémarrage du crédit au secteur privé se confirme au premier trimestre 2016.

La reprise du crédit au secteur privé est essentiellement soutenue par la France et l'Allemagne. Dans ces deux pays, les crédits aux ménages et aux SNF sont positifs en 2015. En Italie et en Espagne, le crédit aux SNF continue à se contracter, bien que de manière moins marquée. Enfin, si le crédit aux ménages redevient positif en Italie, il continue à se contracter nettement en Espagne (cf. graphiques 11

G10 Crédits au secteur privé en zone euro (décomposés par contreparties)

(Flux cumulés sur 12 mois, en milliards d'euros)

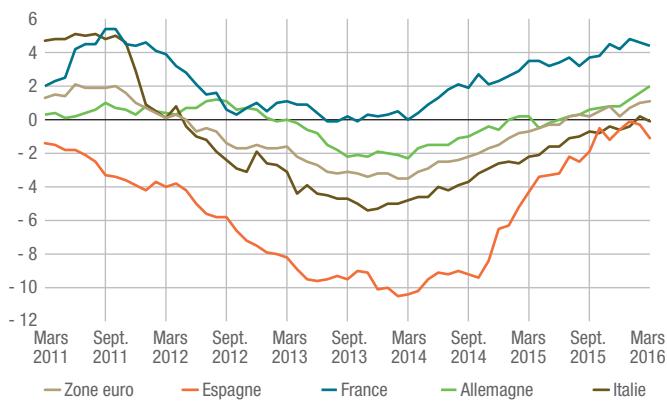


Source : Banque de France.

et 13). La France se distingue nettement des autres grands pays de la zone euro par le dynamisme du crédit au secteur privé. En 2015, le taux de croissance de l'encours de crédit aux SNF s'y établit à 4,2 %, contre + 0,2 % sur l'ensemble de la zone euro et + 0,8 % en Allemagne. De même, le taux de croissance des crédits aux ménages se situe à 3,5 % en France, contre 1,4 % en zone euro et 2,8 % en Allemagne.

G11 Crédits aux SNF dans la zone euro y compris encours titrisés

(Taux de croissance annuel, en %, cvs sauf pour la France)



Sources : Banque de France, BCE.

Encadré 1

Le soutien à l'économie à travers les programmes TLTRO¹

Afin de soutenir l'activité de prêts en faveur de l'économie réelle, la Banque centrale européenne (BCE) a décidé la mise en place le 5 juin 2014 de mesures destinées à améliorer la transmission de la politique monétaire. Pendant deux ans, les établissements participants peuvent se présenter chaque trimestre, individuellement ou sous forme de groupes, parfois transfrontières, pour recevoir des financements remboursables en septembre 2018. Ceux-ci sont calculés à partir de leurs encours de prêts au secteur privé non financier (ménages, sociétés non financières, à l'exception des crédits à l'habitat des ménages) au 30 avril 2014 (allocation initiale) et des montants nets distribués au-delà de cette date (allocations additionnelles), sous réserve de l'apport d'actifs éligibles en collatéral. Ce dispositif vise à encourager la distribution de prêts de cette nature.

Le 10 mars 2016, la BCE a annoncé une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II). Les opérations seront conduites entre juin 2016 et mars 2017, selon une périodicité trimestrielle. En fonction de l'évolution de leur octroi de prêts au secteur privé, les établissements pourront emprunter à un taux pouvant être aussi bas que celui de la facilité de dépôt au moment de l'adjudication.

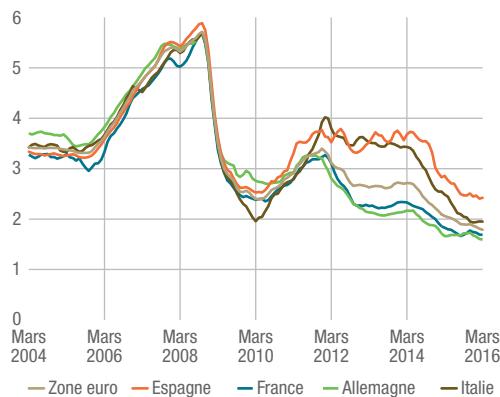
¹ Targeted Long-Term Refinancing Operations.

Cette reprise du crédit a été favorisée par l'amélioration des conditions de financement des SNF et des ménages (cf. graphiques 12, 14 et 15), dans un contexte de politique monétaire expansionniste de la BCE (baisse

des taux directeurs; TLTRO, cf. encadré 1 ; achats d'actifs). Les sociétés non financières en Espagne et en Italie voient ainsi leurs conditions débitrices s'améliorer assez nettement (cf. graphique 12).

G12 Taux d'intérêt moyens des crédits nouveaux aux SNF dans plusieurs pays de la zone euro

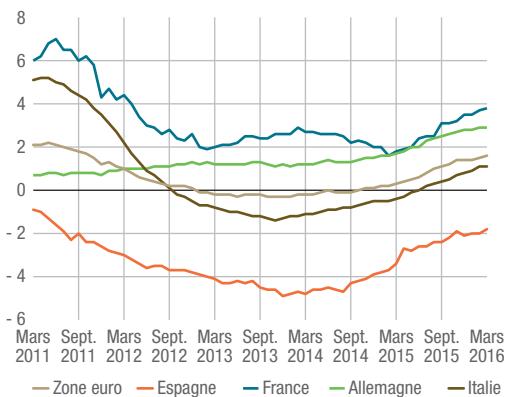
(taux de croissance annuel, moyenne mobile sur 3 mois, en %)



Sources : Banque de France, BCE.

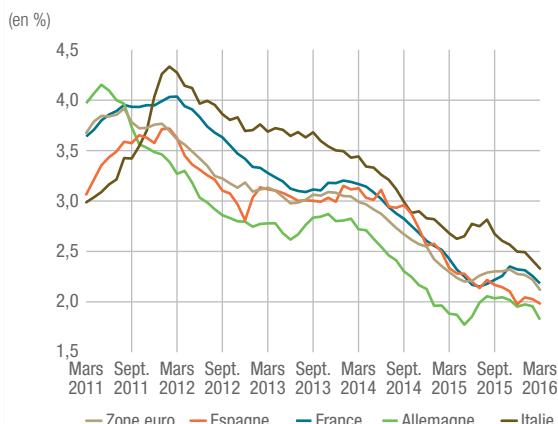
G13 Crédits aux ménages dans la zone euro

(taux de croissance annuel, en %)



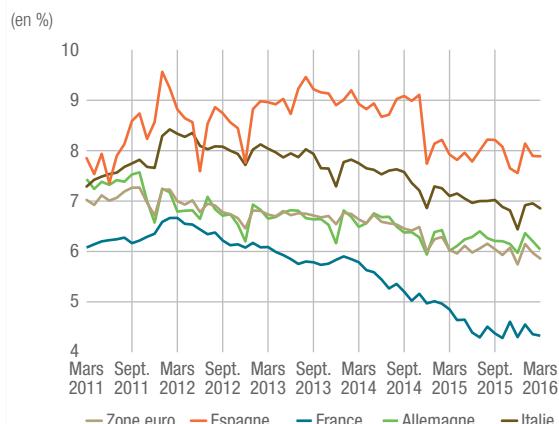
Sources : Banque de France, BCE.

G14 Taux d'intérêt des crédits nouveaux à l'habitat en zone euro



Sources : Banque de France, BCE.

G15 Taux d'intérêt des crédits nouveaux à la consommation, zone euro



Source : Banque de France.

Les concours au secteur public se renforcent, en particulier depuis 2015, stimulés par les programmes d'achats de titres publics de l'Eurosystème

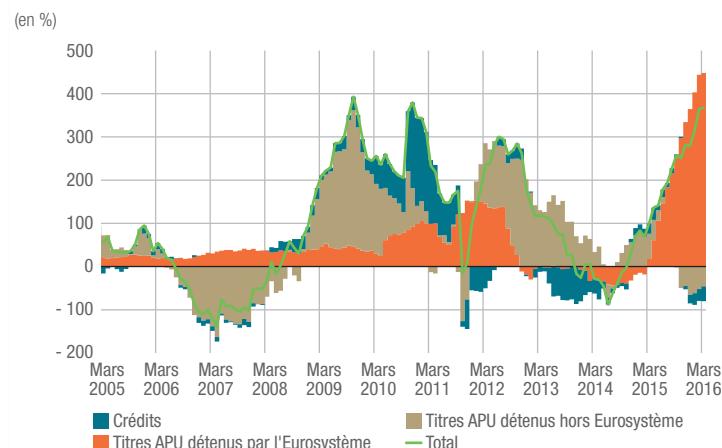
Alors que la contribution des concours au secteur privé à la masse monétaire se réduit, celle des concours au secteur public prend plus d'importance, devenant en 2016 la principale source de création monétaire (cf. graphique 6), suite à la mise en place de programmes d'achats de titres par l'Eurosystème.

Les concours au secteur public augmentent fortement entre 2009 et 2013 et depuis fin 2014. La part des titres détenus par l'Eurosystème prend de l'ampleur à partir de 2010, reflétant la mise en place de mesures de politique monétaire non conventionnelles (*Securities Markets Programme* lancé en mai 2010). Depuis mi-2015, l'augmentation des concours au secteur public est presque exclusivement imputable aux achats de titres publics par l'Eurosystème (cf. graphique 16). Ceci traduit la mise en œuvre d'un programme étendu d'achats d'actifs⁹ pour

un montant de 60 milliards d'euros par mois, incluant des obligations souveraines, annoncé le 22 janvier 2015. Depuis avril 2016, ce montant est passé à 80 milliards d'euros par mois.

⁹ Public Sector Purchase Programme. Cf. « Les mesures de politique monétaire en zone euro, et leurs effets, depuis 2014 » *Bulletin de la Banque de France*, n° 205 mai-juin 2016

G16 Concours aux administrations publiques de la zone euro



Sources : Banque de France, BCE.

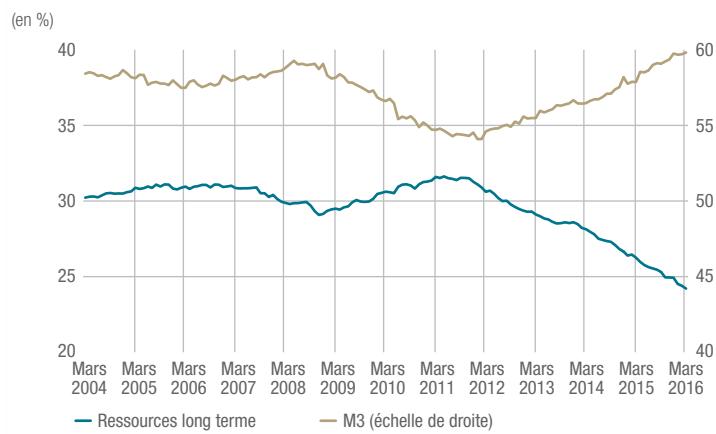
La contraction des ressources longues des IFM favorise l'expansion monétaire en zone euro

Depuis 2012, la croissance de la masse monétaire de la zone euro a été portée par une contraction des ressources longues, conduisant à une déformation du bilan monétaire de la zone euro (cf. graphique 17). Cette diminution des ressources longues est contemporaine d'une hausse de la part de l'agréagat monétaire M3 dans le bilan monétaire de la zone euro (cf. graphique 17). Ceci traduit probablement la préférence des agents non financiers pour des actifs plus liquides, dans un contexte de baisse des taux d'intérêt, et la substitution de refinancement par les TLRO, moins coûteuses, à la collecte de ressources longues par les banques.

La contrepartie extérieure prend le relais du crédit au secteur privé en 2013 et 2014

Les IFM augmentent nettement le solde de leurs créances sur les non-résidents entre 2012 et début 2015. En effet, la contrepartie extérieure est la principale source de création monétaire en 2013 et 2014, ce qui explique pourquoi la masse monétaire ne recule pas sur cette période en dépit d'un repli des concours au secteur privé. Durant cette période, la contrepartie extérieure augmente, tout d'abord sous l'effet d'une baisse des engagements

G17 Part des ressources longues et de la monnaie dans le bilan monétaire de la zone euro



Sources : Banque de France, BCE.

vis-à-vis de l'extérieur, puis sous l'effet d'une hausse des avoirs sur l'extérieur. Depuis 2015, la reprise des concours au secteur privé s'accompagne d'une baisse de la contrepartie extérieure, essentiellement due à une baisse des avoirs sur l'extérieur. Cette baisse récente des créances nettes des IFM sur les non-résidents peut s'interpréter comme une réallocation des crédits accordés par les IFM au profit des résidents de la zone euro.

Structure et évolution des portefeuilles-titres des personnes physiques : des comportements qui diffèrent selon l'âge, la catégorie socio-professionnelle et le montant des portefeuilles

La présente étude analyse les données collectées par la Banque de France sur les caractéristiques – âge, montant du compte, catégorie socio-professionnelle – des personnes physiques détentrices de titres (actions cotées, titres de créance et parts d'organismes de placement collectif (OPC) hors épargne salariale) ¹.

Cette étude apporte ainsi un éclairage particulier sur les évolutions de l'épargne financière des ménages résidents observées au cours des dernières années et notamment après la crise financière de 2007-2009 ², en se concentrant sur le sous-ensemble des titres en détention directe, pour lequel des données plus détaillées sont disponibles et permettent d'étudier la structure des portefeuilles selon le profil des ménages ³.

L'analyse à fin 2014 fait apparaître une prédominance de certaines catégories de détenteurs de portefeuilles-titres : les ménages de plus de 55 ans, les personnes non actives et les chefs d'entreprises. Leurs comportements d'épargne diffèrent et évoluent. Cela révèle, d'une part, le comportement particulier des chefs d'entreprise, qui se distinguent par des acquisitions nettes de titres, contrastant avec les ventes nettes de l'ensemble des ménages, qui sont corollaires à des gains de valorisation. D'autre part, la concentration des avoirs sur certains ménages s'accentue et s'accompagne d'une augmentation de l'âge des détenteurs.

Chiffres clés

8 %

du patrimoine financier des ménages représentant des titres en détention directe, derrière l'assurance vie (35%) et les dépôts bancaires (28%)

50 %

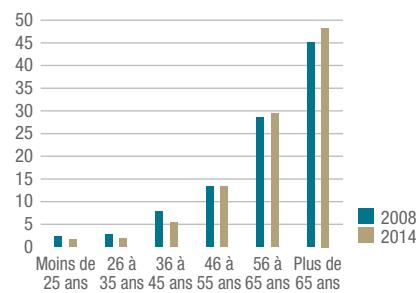
investi en actions cotées, notamment par la tranche d'âge des 55-65 ans

10 milliards

de titres étrangers acquis par les ménages de 2008 à 2014, représentant 17 % de leur détention globale

Répartition des portefeuilles-titres par tranche d'âge

(en % du total par année)



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

Aurélie HODEAU
Direction de la Balance
des paiements
Service des Titres

Mots clés : portefeuilles-titres, choix de portefeuille, détention de titres, valeurs mobilières, personnes physiques, ménages, résidents, titres de créance, actions cotées, parts d'OPC, catégories socioprofessionnelles, âge

Codes JEL : D14, D91, E21, E22, G11, G15

1 Cf. l'annexe 1 pour une description complète de ces données.

2 Pour une analyse globale de la destination finale des placements financiers des ménages avant et pendant la crise, se référer à l'article « La destination finale des placements des ménages avant et pendant la crise » par Bachellerie (A.), Charavel (C.) et Pfister (C.), *Bulletin de la Banque de France* n° 205, mai-juin 2016

[Télécharger le document](#)

3 Le terme ménage s'entend au sens défini par l'Insee dans la comptabilité nationale.

1. Répartition et composition des portefeuilles-titres au 31 décembre 2014

Le champ des titres qui fait l'objet de la présente étude est composé des titres de créance et des actions cotées (détenus directement) et des parts d'OPC (hors épargne salariale). Il est plus restreint que celui utilisé dans les comptes financiers (cf. encadré).

Les actions cotées représentent 50 % des placements en titres des ménages

Fin 2014, les ménages français détenaient environ 357 milliards d'euros de titres. Ils privilégient les actions cotées, lesquelles représentent un peu plus de la moitié de leur portefeuille-titres⁴ total, contre 29 % pour les parts d'OPC et 21 % pour

T1 Composition des portefeuilles des ménages en fonction de la résidence de l'émetteur

(en %)

	Actions cotées	Parts d'OPC	Titres de créance	Total
Émetteur résident	55	31	15	83
Émetteur non résident	27	21	52	17
Total	50	29	21	100

Note : 50 % des titres détenus par les ménages sont des actions cotées.

Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements (DBDP), service des Titres (SDT).

les titres de dette. Par ailleurs, les titres émis par les résidents concentrent près de 83 % des encours détenus par les ménages (cf. tableau 1).

Ces phénomènes se traduisent toutefois différemment selon la catégorie socio-professionnelle (CSP) et l'âge du détenteur.

⁴ Le portefeuille-titres des ménages désigne l'encours total de leurs placements en titre.

Encadré

Les titres dans les comptes financiers

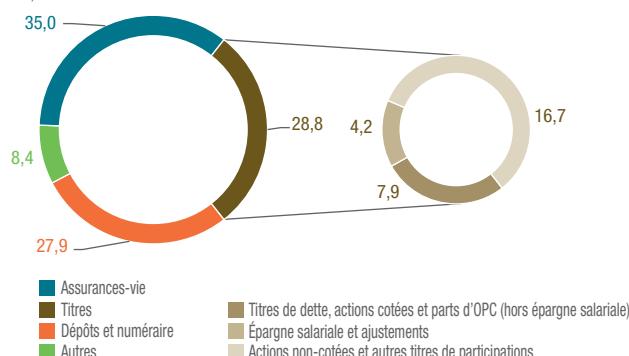
Les comptes financiers couvrent l'ensemble du patrimoine financier des agents, et notamment toutes les natures de titres financiers : titres de dette, parts d'OPC (y compris l'épargne salariale), actions cotées et non cotées et les autres titres de participation. Les « titres », ainsi définis, occupent la deuxième place des actifs financiers des ménages (en montant), avec près de 29 % de l'épargne financière totale des ménages, les premiers étant les contrats en assurances-vie (35 % du total).

Le périmètre des statistiques de détention de titres issues de la collecte sur le portefeuille des personnes physiques (PPP) étudiée dans cette note comprend les titres de dette, les actions cotées et les parts d'OPC. En outre, certaines catégories d'opérations sur titres au sens de la comptabilité nationale – comme les placements en épargne salariale – ne sont pas comprises dans la collecte PPP¹. La comparaison détaillée entre les comptes financiers et la collecte PPP est présentée dans l'annexe 2. Le champ est donc plus étroit tout en représentant bien les investissements en titres négociables qui sont l'objet de cette étude.

¹ Juridiquement, les parts d'épargne salariale ne sont pas des instruments financiers au sens du *Code monétaire et financier* (Titre I du code), mais des produits d'épargne (Titre II du code).

Actifs financiers des ménages, fin 2014

(en % du total)



Source : Banque de France.

Près de la moitié des détentions de titres des ménages se concentre sur les non-actifs de plus de 65 ans et les chefs d'entreprise âgés de 56 à 65 ans

La répartition par CSP (cf. graphique 1) indique que les principaux détenteurs, en termes d'encours, sont les personnes non actives – retraités et autres personnes sans activité – (environ 155 milliards d'euros) et les chefs d'entreprise (60 milliards d'euros). Ces deux catégories détiennent 60 % du portefeuille-titres des ménages.

En rapprochant ces données sur les montants détenus par les ménages de leur taux de détention de valeurs mobilières, détaillé dans l'enquête Patrimoine de l'Insee⁵, il apparaît que les personnes non actives représentent 38 % des ménages détenteurs de valeurs mobilières et détiennent 43 % du portefeuille-titres

des ménages. Les chefs d'entreprise, regroupés avec les artisans et commerçants dans cette enquête, représentent 7 % des ménages détenteurs et concentrent près de 20 % des montants détenus par les ménages.

Il apparaît également que les portefeuilles-titres sont essentiellement détenus par les plus âgés⁶ (cf. graphique 2). Ainsi, les plus de 55 ans détiennent 78 % du portefeuille total en 2014, alors qu'ils ne représentent que 47 % du nombre des ménages détenteurs⁷.

Plus précisément, le croisement de la CSP et de l'âge des ménages révèle deux principaux « segments » détenteurs de titres : les personnes de plus de 65 ans non actives, qui détiennent 33 % du portefeuille-titres des ménages, et les chefs d'entreprise âgés de 56 à 65 ans, avec près de 14 % du total.

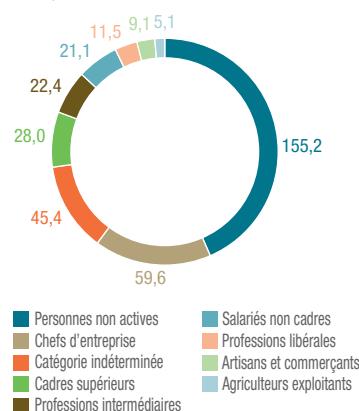
⁵ La dernière enquête Patrimoine réalisée en 2014-2015 fournit notamment le taux de détention en valeurs mobilières, c'est-à-dire la proportion de ménages détenant au moins l'un des produits suivants : actions, obligations ou part d'OPC. Par ailleurs, elle alimente la partie française de l'enquête européenne du Household Finance and Consumption Network (HFCN). Pour plus de détails, voir : <http://www.insee.fr/fr/methodes/default.asp?page=sources/ope-enquete-patrimoine.htm>

⁶ Il n'est toutefois pas possible de conclure, à partir de ce seul graphique 2, quant à l'impact de l'âge sur le comportement de détention des ménages au cours de leur vie, cf. annexe 3.

⁷ Estimations à partir de l'enquête Patrimoine et du recensement de la population (Insee). Les conditions du rapprochement entre ces sources et la collecte relative aux portefeuilles-titres des personnes physiques (PPP) sont précisées en annexe 4.

G1 Répartition des encours détenus en fonction des CSP au 31 décembre 2014

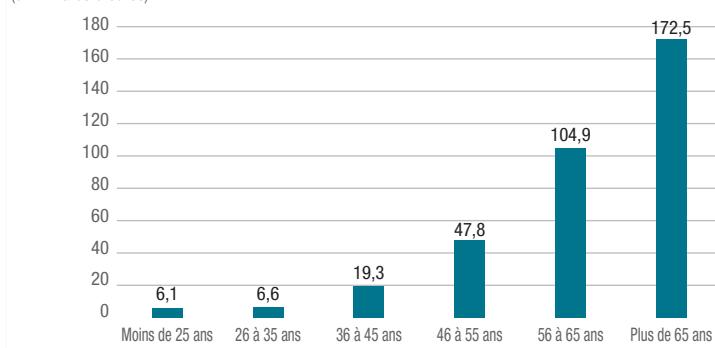
(en milliards d'euros)



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

G2 Répartition des encours détenus en fonction de la tranche d'âge du détenteur au 31 décembre 2014

(en milliards d'euros)



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

La structure des portefeuilles des chefs d'entreprise et des personnes les plus âgées se distingue de celle des autres ménages

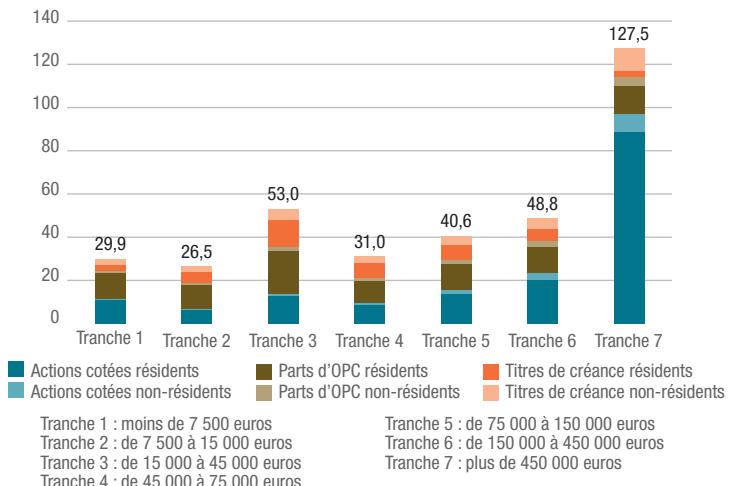
Les encours des titres détenus par les ménages sont principalement situés dans des portefeuilles de plus de 450 000 euros composés essentiellement d'actions cotées françaises détenues directement (cf. graphique 3).

Les deux principales catégories de détenteurs identifiées précédemment se différencient quant à la composition de leur portefeuille-titres (cf. graphique 4).

Celui des chefs d'entreprise est très peu diversifié : il est composé à 91 % d'actions cotées dont on peut présumer qu'une part importante représente leur investissement dans leur propre entreprise⁸. Les personnes non actives ont, quant à elles, un portefeuille plus varié. Elles détiennent 39 % d'actions cotées, 34 % de parts d'OPC et 27 % de titres de dette.

G3 Composition des détentions de titres des ménages en fonction de la taille de leur portefeuille de titres au 31 décembre 2014

(en milliards d'euros)



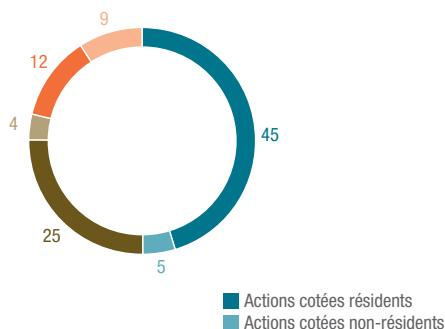
Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements, service des Titres.

⁸ La part des titres de l'entreprise détenus par le chef d'entreprise n'est pas disponible dans la collecte.

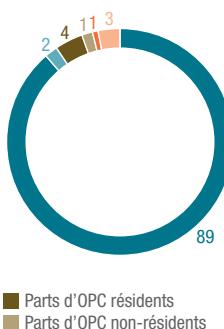
G4 Composition des portefeuilles-titres des principaux détenteurs (CSP) au 31 décembre 2014

(en % du total)

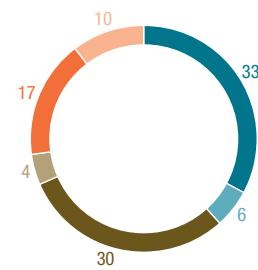
a) Ensemble des ménages



b) Chefs d'entreprise



c) Personnes non actives



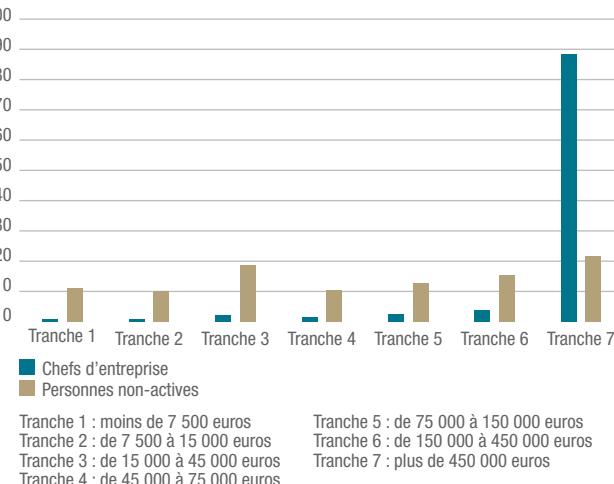
Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements, service des Titres.

Par ailleurs, 88 % des encours détenus par les chefs d'entreprise se trouvent dans des portefeuilles de plus de 450 000 euros, contre 22 % chez les personnes non actives. Les portefeuilles de ces dernières se répartissent en parts plus égales entre les différentes tranches de montant (cf. graphique 5).

De même, selon l'âge des détenteurs, la composition des portefeuilles-titres marque des choix de gestion différents. En effet, les actions cotées détenues directement représentent près de 68 % des titres détenus par les personnes de 56 à 65 ans, contre seulement 37 % chez les plus de 65 ans (cf. graphique 6). Ces derniers possèdent les portefeuilles-titres ayant la plus faible proportion d'actions cotées, et la plus forte part de titres de dette, par rapport à toutes les autres tranches d'âge. Comme évoqué précédemment (cf. note 5), ce changement de structure des portefeuilles-titres peut être lié au passage de la vie active à la retraite (effet « âge »), mais peut aussi provenir d'une plus forte

G5 Taille des portefeuilles-titres des principaux détenteurs (CSP) au 31 décembre 2014

(en % du total)

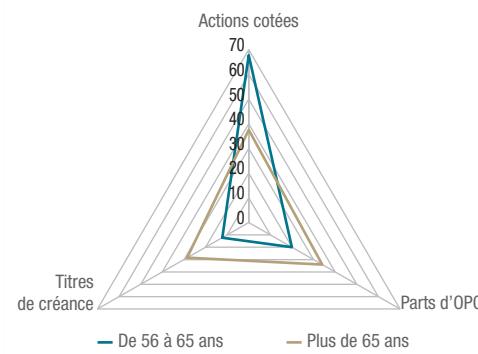


Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements, service des Titres.

propension des jeunes générations à détenir des actions cotées (effet « génération »).

G6 Composition des portefeuilles-titres des plus de 55 ans au 31 décembre 2014

(en % du total)



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

2. Évolution des portefeuilles-titres des ménages

Sept ans après la crise de 2008, les ménages ont vendu 30 % de leur encours initial

L'encours de titres détenus par les ménages a diminué entre 2008 et 2014, passant de 371 à 357 milliards d'euros. Cette évolution correspond à des ventes nettes cumulées de plus de 101 milliards d'euros sur la période, soit 30 % de leur détention de 2008. Mais, elles sont en partie compensées par la hausse d'environ 95 milliards d'euros de la valeur de leurs titres⁹.

⁹ La variation d'encours s'explique par : les acquisitions et cessions de titres sur la période, évaluées aux prix contemporains (flux nets de – 101,4 milliards d'euros) ; l'évolution de la valeur de marché en euros de la détention (effet de valorisation de 95,4 milliards d'euros) ; des opérations qui ne constituent ni des flux ni des variations de prix (ajustements techniques de – 7,9 milliards d'euros), par exemple les variations de périmètre de la collecte.

Ces ventes concernent pour l'essentiel les parts d'OPC, avec des cessions de près de 96 milliards d'euros entre 2008 et 2014 (soit 95 % du flux net cumulé total des ménages). Sur cette période, leur part a continuellement diminué. Elles représentent moins de 29 % du portefeuille-titres des ménages en 2014, contre plus de 46 % en 2008. Les actions cotées détenues directement ont, elles, été peu touchées par ces ventes (à peine 2 milliards d'euros). La hausse de leur valorisation a atteint environ 62 milliards d'euros cumulés. Quant aux titres de dette détenus directement, les ménages ont privilégié ceux émis par les non résidents (achats nets cumulés de 8 milliards d'euros) au détriment des titres résidents (ventes nettes cumulées de près de 12 milliards d'euros).

Les ventes les plus importantes sont observées chez les salariés non-cadres (flux de vente représentant 62 % de leur portefeuille-titres initial) et chez les moins de 45 ans (près de la moitié de leur portefeuille-titres initial) (cf. graphiques 7 et 8).

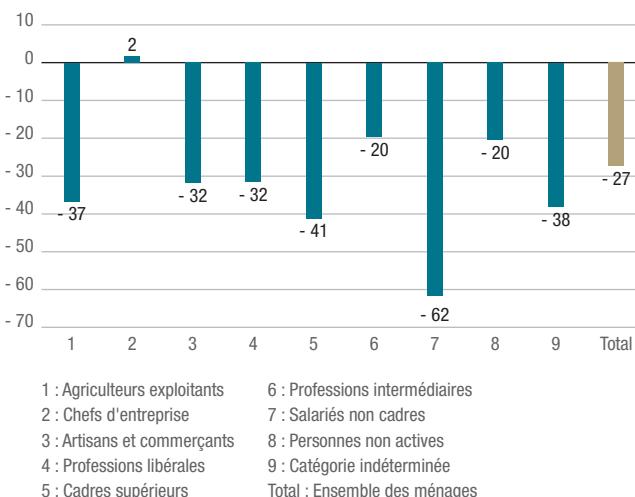
Les chefs d'entreprise ont été les seuls à effectuer des achats nets de titres

Depuis 2008, les principaux détenteurs de titres ont un comportement opposé. Les achats les plus importants ont été effectués par les chefs d'entreprise. En cumul net, ces derniers ont ainsi acquis près de 0,9 milliard d'euros de titres, renforçant leur position en actions cotées françaises (7 milliards d'euros d'achats nets cumulés). À l'inverse, les personnes non actives ont réduit leurs portefeuilles de plus de 30 milliards d'euros sur la période. Elles ont cependant bénéficié d'un effet de valorisation positif, de 41 milliards d'euros, qui s'est traduit par une hausse de leurs encours entre 2008 et 2014.

Chaque année depuis 2009, les ménages ont été vendeurs de titres. Les cessions les plus importantes ont été effectuées en 2010, avec des ventes atteignant un total de 28 milliards d'euros.

G7 Flux nets cumulés 2009-2014 par catégorie socio-professionnelle

(en % de l'encours à fin 2008)

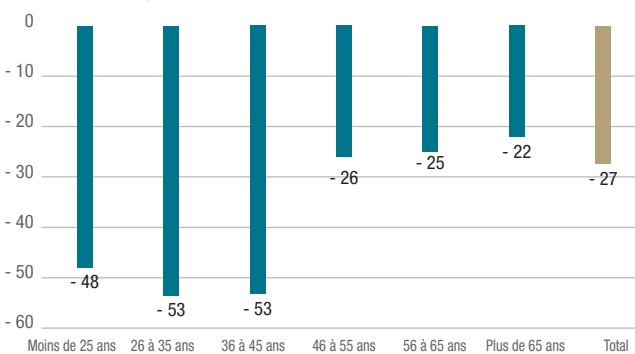


Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements, service des Titres.

Les plus fortes ventes de titres par les personnes non actives ont été observées en 2010 (-13 milliards d'euros). Cette année-là est également marquée par les acquisitions des chefs d'entreprise les plus importantes de la période (7 milliards d'euros) (cf. graphique 9). Depuis 2011, les mouvements ont ralenti.

G8 Flux nets cumulés 2009-2014 par tranche d'âge

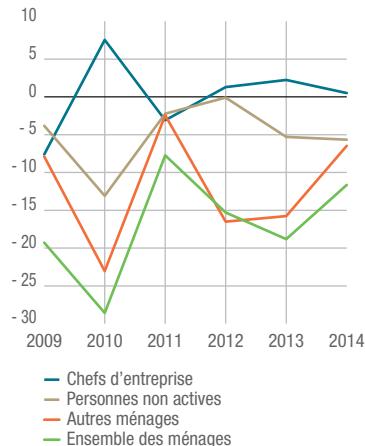
(en % de l'encours à fin 2008)



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

G9 Achats nets annuels depuis 2009 des principaux détenteurs (CSP)

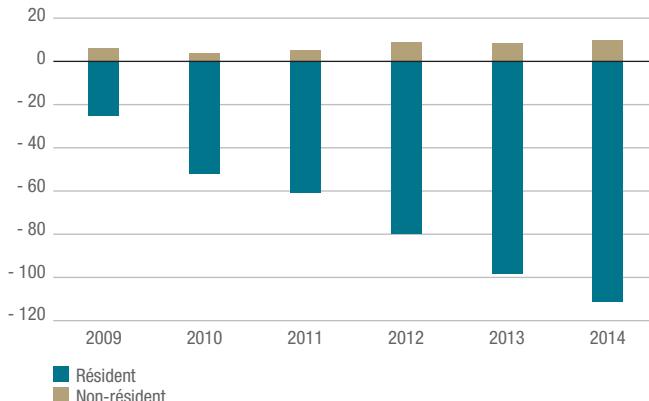
(en milliards d'euros)



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

G10 Flux nets cumulés 2009-2014 selon la zone géographique de l'émetteur

(en milliards d'euros)



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

Après la crise financière de 2008, l'exposition des portefeuilles-titres des ménages vis-à-vis des non-résidents augmente

À partir de 2008, les ménages privilégièrent l'achat de titres émis par des non-résidents, avec près de 10 milliards d'euros cumulés d'acquisitions en 2014 (cf. graphique 10) et vendent, plus qu'ils n'achètent, des titres résidents, principalement des parts d'OPC¹⁰.

Sur la base des résultats de l'enquête « Titres »¹¹, on constate que ce phénomène est apparu après la crise financière de 2008. En effet, auparavant, la proportion du portefeuille des ménages investie en titres non résidents était stable, oscillant de ± 1 point de pourcentage autour de la valeur de 1999 (cf. graphique 11). À partir de 2008, les ménages augmentent progressivement leur exposition vis-à-vis des non résidents (+ 6 points de pourcentage cumulés fin 2014), principalement en titres luxembourgeois et américains.

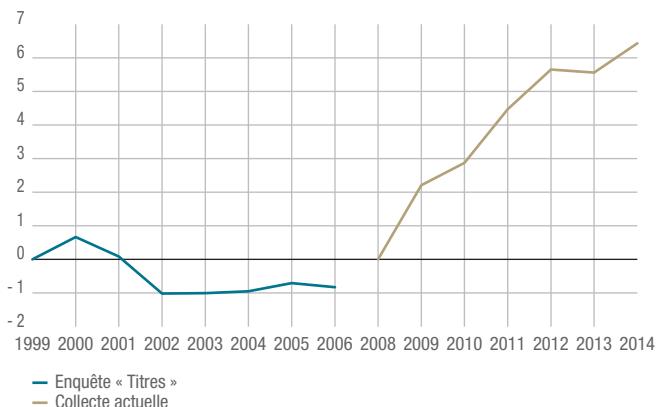
10 Dans ces 2 graphiques, comme dans l'ensemble de la note, les parts d'OPC sont traitées comme des titres en tant que tels.

11 Cette enquête précédait la mise en place de la collecte PROTIDE et couvre la période 1999-2006. Cf. annexe 1.

Ce phénomène doit être mis au regard des choix de portefeuille des OPC dans les parts desquels les ménages sont investis. Or, ceux-ci ont globalement accru leur exposition dans les titres étrangers sur la période. Ainsi, les ventes

G11 Évolution de la part de titres non résidents dans le portefeuille des ménages

(en point de pourcentage de l'encours par rapport à 1999 en bleu, à 2008 en marron)



Source : Banque de France.

nettes des ménages en parts d'OPC résidents (qui constituent la quasi-totalité de leurs ventes nettes de titres résidents) correspondent finalement pour près de moitié à des titres non résidents, après « mise en transparence » des OPC¹².

L'âge des ménages détenteurs de titres augmente

Depuis 2008, la prédominance de certaines catégories de ménages parmi les détenteurs de titres s'est accentuée chaque année. Les chefs d'entreprise et les personnes non actives qui concentraient 52 % des avoirs en 2008, détiennent 60 % du portefeuille des ménages en 2014.

De même, on constate un vieillissement des ménages détenteurs de titres. En effet, entre 2008 et 2014, la part des encours détenus par les plus de 65 ans a augmenté de 3 points de pourcentage et celle des 56-65 ans de près d'un point. À l'inverse, toutes les tranches d'âge inférieur à 45 ans voient leur part d'encours diminuer (cf. graphique 12).

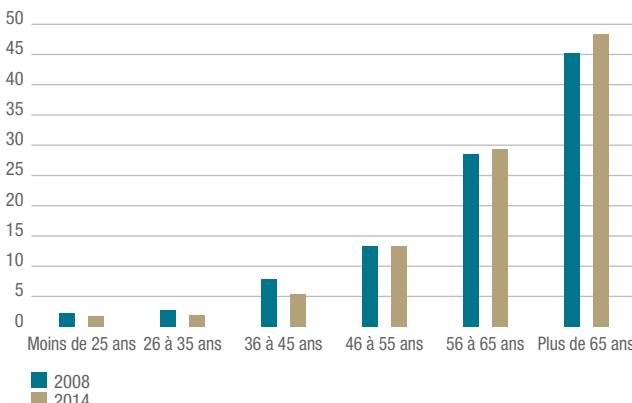
Ce phénomène était déjà visible auparavant, mais avec une ampleur moindre. Entre 1999 et 2006, la part des encours détenus par les plus de 55 ans a augmenté de 2,4 points de pourcentage (cf. graphique 13).

Il convient de prendre en compte le phénomène plus général du vieillissement de la population. En effet, l'augmentation du nombre (et de la proportion) de personnes de plus de 55 ans dans la population française¹³ pourrait expliquer la hausse de leur part dans le portefeuille total des ménages.

Mais, pour juger plus précisément de cette hausse, il faut se restreindre uniquement aux personnes possédant un portefeuille-titres. Or, d'après l'Insee¹⁴, le taux de détention de valeurs mobilières des ménages a baissé, passant de 18,9 % en 2009 à 16,2 % en 2014. Cela concerne toutes

G12 Répartition des portefeuilles-titres par tranche d'âge

(en % du total par année)

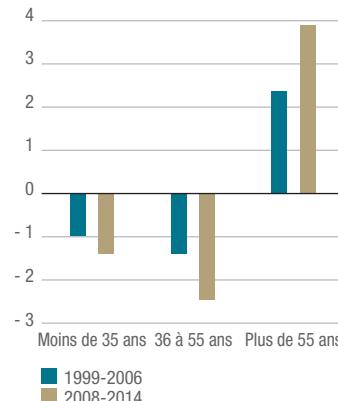


Source : Banque de France, direction de la Balance des paiements, service des Titres.

les tranches d'âge. Cette diminution, couplée aux évolutions démographiques, conduit à une baisse du nombre de ménages détenteurs chez les plus de 55 ans, et de façon plus marquée encore, chez les plus jeunes. Ainsi, la proportion des plus de 55 ans parmi les ménages détenteurs n'a que très légèrement progressé.

G13 Évolution de la proportion d'encours détenu par tranche d'âge

(en point de pourcentage de la différence de part d'encours)



Source : Banque de France.

12 Si l'on prend en compte les autres formes de placements des ménages, notamment l'assurance vie, dont le poids tend à s'accroître sur longue période, le repli des investissements directs ou indirects en actifs étrangers paraît transitoire et imputable à la crise financière intervenue en 2008 ; cf. *Bulletin de la Banque de France* n° 205.

13 D'après le recensement de la population française (Insee).

14 D'après les résultats des deux dernières enquêtes Patrimoine de l'Insee.

Le vieillissement de la population française ne permet pas d'expliquer totalement la hausse de la part des plus âgés dans la détention totale de titres des ménages.

Par ailleurs, le total des portefeuilles-titres détenus par chaque tranche d'âge diminue entre 2009¹⁵ et 2014. Mais cette baisse est moins importante pour les plus âgés (environ – 3 %) par rapport à la variation de l'encours total détenu (– 8 %), celle des plus jeunes est plus importante (environ – 31 %) (cf. tableau 2).

En mettant ce dernier constat au regard de la baisse du nombre de ménages détenteurs de titres, il apparaît, selon les classes d'âge, des résultats différents : le portefeuille moyen des moins de 35 ans a diminué, alors que celui des plus de 55 ans s'est accru.

Au total, en 2014, moins de ménages de plus de 55 ans détiennent directement des titres, mais ceux qui choisissent ce mode d'épargne y investissent davantage. Quant aux moins de 35 ans, ils s'en désintéressent.

Les questions que pose un tel phénomène sont multiples :

- Les mesures d'allongement de la durée de vie active et de réforme du financement des retraites pourraient inciter les 56-65 ans notamment, à renforcer l'effort d'accumulation de l'épargne financière sur cette dernière tranche de vie active.
- Parmi les détenteurs de plus de 65 ans, cette hausse pourrait s'expliquer par la liquidation de leurs plans d'épargne entreprise et de leur réinvestissement dans des comptes-titres détenus directement.

T2 Analyse de la variation d'encours entre 2009 et 2014 selon l'âge du détenteur

(en milliards d'euros, variation en %)

Âge du détenteur	Encours			Contribution à la variation d'encours		
	2009	2014	Variation	Flux nets	Valorisation	Mouvements sans contrepartie monétaire
Moins de 35 ans	18,6	12,8	- 31	- 7,8	2,0	0,0
36 à 55 ans	81,0	67,1	- 17	- 23,3	9,7	- 0,2
Plus de 55 ans	287,4	277,4	- 3	- 51,1	42,0	- 0,8
Total	387,0	357,4	- 8	- 82,2	53,7	- 1,1

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

- Quant au désintérêt des plus jeunes pour les placements sous forme de titres, il pourrait faire écho au contexte de taux d'emprunt immobilier bas observé ces dernières années, qui inciterait à s'engager plus précocement dans la constitution d'un capital immobilier. En effet, chez les moins de 30 ans, la part des propriétaires de leur résidence principale est passée de 13 % à 16 % entre 2009 et 2014¹⁶.

- Les niveaux d'éducation financière ou encore d'aversion au risque pourraient également expliquer en partie les différences observées selon l'âge des détenteurs.

La vérification de ces diverses hypothèses nécessiterait des analyses complémentaires, notamment afin de distinguer les effets liés au contexte économique et socio-démographique de ceux liés aux caractéristiques générationnelles ou à l'âge des ménages détenteurs de titres (cf. annexe 3).

15 Par souci de cohérence lors des comparaisons suivantes avec les taux de détention des valeurs mobilières disponibles uniquement pour l'année 2009 (et non pas 2008). Les résultats relatifs à l'évolution 2008-2014 des proportions d'encours détenues par tranche d'âge sont similaires à ceux pour 2009-2014.

16 D'après les résultats des deux dernières enquêtes Patrimoine de l'Insee.

Annexe 1

Présentation de la collecte relative aux Portefeuilles des Personnes Physiques (PPP)

La source principale des statistiques de détention de titres est la collecte PROTIDE de la Banque de France. Elle se compose de plusieurs documents, dont notamment celui relatif aux portefeuilles des personnes physiques (PPP). Cette collecte apporte des informations complémentaires aux statistiques basées sur des données individuelles, comme l'enquête Patrimoine de l'Insee¹, et présente l'avantage d'être réalisée chaque année, depuis 2008, avec un raccordement possible à une enquête similaire, menée de 1999 à 2006 : l'enquête « Titres ».

Plus précisément, les teneurs de compte-conservateurs résidents ainsi que les entreprises d'investissement résidentes dont le portefeuille propre atteint la contrevalue de 750 millions d'euros déclarent, annuellement et sous forme agrégée, l'intégralité du portefeuille détenu par les personnes physiques résidentes (particuliers et entrepreneurs individuels). Les instruments financiers couverts par la collecte sont : les titres de créance, les actions cotées et non cotées², les parts d'Organismes de placement collectif (OPC) – y compris les titres placés dans les dossiers PEA visés aux articles L221-30 et L3321-32-1 du *Code monétaire et financier* – ainsi que les titres détenus sous la forme de nominatif pur. Les produits d'épargne salariale (par exemple FCPE) sont exclus de la collecte³.

À l'échéance du 31 décembre, les déclarants fournissent l'encours ventilé par CSP et tranche d'âge du détenteur, par tranche de montant total du portefeuille, par nature d'instruments, ainsi que par zone géographique de l'émetteur des titres.

Depuis le début de 2016, des séries agrégées sont publiées sur Webstat (<http://webstat.banque-france.fr/fr/browse.do?node=5384942>).

Enquête « Titres »

La collecte Protide a remplacé l'enquête « Titres » au dernier trimestre 2007. Cette dernière permettait également de recueillir les encours détenus dans les portefeuilles-titres des ménages, selon la même périodicité que Protide (*i.e.* chaque année, à l'arrêté du 31 décembre) et les mêmes ventilations d'encours. Il a donc été possible, pour l'analyse présentée dans cette note, de reconstituer les séries d'encours à partir de 1999, par CSP, tranche d'âge et tranche de montant total du portefeuille (sans croisement détaillé). Néanmoins, le champ des titres couverts par Protide et celui couvert par l'ancienne enquête diffèrent. Notamment, les titres détenus sous forme de nominatif pur n'étaient pas déclarés auparavant.

¹ L'enquête Patrimoine est menée tous les 6 ans, puis, depuis 2014, tous les 3 ans.

Pour plus de détails, cf. <http://www.insee.fr/fr/methodes/default.asp?page=sources/ope-enquete-patrimoine.htm>

² Un traitement de la collecte des actions non cotées est effectué lors du rapprochement avec les données titre à titre. Cette dernière ne possède pas la ventilation détaillée par âge, CSP et tranche de montant.

³ Juridiquement, les parts d'épargne salariale ne sont pas des instruments financiers au sens du *Code monétaire et financier* (Titre I du code), mais des produits d'épargne (Titre II du code). Les contrats d'assurance-vie relèvent du livre I titre III du code des assurances.

Annexe 2

Comparaison avec les comptes financiers

Les comptes nationaux financiers annuels (publiés sur le site de la Banque de France¹) présentent également les détentions en instruments financiers des ménages².

Le périmètre des statistiques de détention issues de la collecte PPP est plus étroit que celui des comptes financiers. En effet, ces derniers couvrent, en plus, les actions non cotées et les autres titres de participation, qui représentent près de 17 % des actifs financiers des ménages fin 2014, soit 58 % de l'ensemble des titres (758 milliards d'euros).

La comparaison, restreinte au champ de l'étude, sur les titres de dette (F.3), les actions cotées (F.511) et les parts d'OPC (F.52) fait apparaître un écart total qui s'accentue depuis 2008, pour atteindre plus de 50 % en 2014. Ceci est essentiellement dû à la différence de périmètre des instruments comptabilisés dans les parts d'OPC : les placements en épargne salariale ne sont pas compris dans la collecte PPP³. L'écart observé sur les titres de dette est quasiment nul et atteint environ 8 % sur les actions cotées, du fait de retraitements opérés pour équilibrer les comptes financiers (tableau ci-dessous).

¹ http://www.banque-france.fr/fileadmin/statistiques/fr/base/html/cfa_sct_fr_encours_actif.html

² La ventilation selon la CSP et l'âge du détenteur n'est pas disponible dans les comptes nationaux, contrairement aux données issues de la collecte PPP.

³ Juridiquement, les parts d'épargne salariale ne sont pas des instruments financiers au sens du *Code monétaire et financier* (Titre I du code), mais des produits d'épargne (Titre II du code).

Tableau Encours au 31 décembre des détentions des ménages en titres de dette, actions cotées et parts d'OPC

(en milliards d'euros)

Année	Titres de dette		Actions cotées		Parts d'OPC		Total	
	Collecte PPP	Compte financier	Collecte PPP	Compte financier	Collecte PPP	Compte financier	Collecte PPP	Compte financier
2008	72,2	72,2	123,9	109,6	172,7	256,7	368,9	438,5
2009	84,2	84,2	137,7	142,0	162,8	262,2	384,7	488,4
2010	77,4	77,4	150,6	160,1	139,6	256,9	367,6	494,3
2011	76,8	76,8	131,9	132,7	115,6	248,9	324,3	458,5
2012	85,4	85,4	146,2	152,6	109,3	278,1	340,9	516,1
2013	81,2	81,3	167,2	181,3	109,6	294,6	358,0	557,1
2014	75,7	75,6	178,3	192,0	103,3	282,8	357,3	550,4

Source : Banque de France.

Annexe 3

Effets d'âge, de génération et de temps

Plusieurs effets peuvent avoir un impact sur l'évolution du comportement des ménages :

- l'effet « âge » (ou cycle de vie) : le comportement d'un ménage évolue au cours de sa vie, par exemple entre vie active et retraite ;
- l'effet « génération » (ou de cohorte) : les personnes de la même génération ont des comportements similaires, qui les différencient des autres cohortes, quand on les compare à âge égal. L'éducation, l'impact des chocs conjoncturels ou financiers en sont par exemple l'une des causes ;
- l'effet « temps » : cet effet regroupe les impacts liés à la survenance d'événements macrofinanciers (comme la baisse des cours boursiers) ou encore démographiques (augmentation du nombre de cadres dans la population). Ceux-ci affectent tous les âges, toutes les générations.

La représentation des données en coupe transversale (par exemple sur l'année 2014 comme dans le graphique 2) neutralise l'effet « temps » mais mélange les effets « âge » et « génération ». Ainsi, conclure que les ménages acquièrent de plus en plus de titres au cours de leur vie signifie que seul l'effet « âge » détermine le comportement des ménages et qu'il n'y a pas d'effet « génération ». Autrement dit, toutes les générations auraient le même comportement. Or, le fait que les ménages de plus de 65 ans détiennent plus d'encours peut également provenir d'un effet « génération », selon lequel cette génération, à âge égal, a investi plus.

Pour identifier ces différents effets, il est nécessaire d'utiliser des données de panel, qui permettent de suivre les mêmes individus sur plusieurs périodes. Or, la collecte PROTIDE ne permet pas de disposer de telles données, puisqu'il s'agit de données agrégées et exhaustives pour les comptes titres localisés en France. En revanche, les enquêtes Patrimoine de l'Insee fournissent des informations détenteur par détenteur sur un sous-ensemble de la population concernée, mais en utilisant une méthodologie de panel uniquement depuis la dernière enquête de 2014-2015.

Annexe 4

Rapprochement avec l'enquête Patrimoine de l'Insee

La dernière enquête Patrimoine réalisée en 2014-2015, fournit notamment le taux de détention en valeurs mobilières, c'est-à-dire la proportion de ménages détenant au moins l'un des produits suivants : actions, obligations ou part d'OPC. Toutefois, la ventilation de ce taux de détention n'est pas publiée selon les mêmes classes d'âge que celles présentes dans la collecte PPP. Elles ont toutes deux une amplitude de dix ans mais avec des bornes décalées de cinq ans.

Ta Présentation des classes d'âge de l'enquête Patrimoine et de la collecte PPP

Enquête Patrimoine	Collecte PPP
Moins de 30 ans	Moins de 25 ans
De 30 à 39 ans	De 26 à 35 ans
De 40 à 49 ans	De 36 à 45 ans
De 50 à 59 ans	De 46 à 55 ans
De 60 à 69 ans	De 56 à 65 ans
Plus de 70 ans	Plus de 65 ans

Pour obtenir les taux de détention tels qu'ils sont présentés dans le tableau ci-après, une estimation a été calculée en faisant l'hypothèse que le taux de détention est uniforme au sein de chaque classe d'âge de l'enquête Patrimoine (autrement dit les 30-35 ans ont un taux de détention identique à celui des 35-40 ans), et en utilisant la répartition des ménages par classes d'âge issue du recensement de la population (disponible selon des classes avec une amplitude de cinq ans).

Tb Répartition par classe d'âge du nombre de ménages et des montants détenus

(structure en %)

Âge du détenteur	Répartition par classe d'âge des ménages ^{a)}	Taux de détention par classe d'âge ^{b)}	Répartition par classe d'âge des ménages détenteurs ^{b)}	Répartition par classe d'âge des montants détenus ^{c)}
Moins de 25 ans	5,0	7,0	2,2	1,7
26 à 35 ans	14,1	11,1	9,8	1,9
36 à 45 ans	17,8	16,6	18,5	5,4
46 à 55 ans	18,8	18,1	21,3	13,4
56 à 65 ans	17,8	18,1	20,2	29,4
Plus de 65 ans	26,5	17,0	28,1	48,3
Total	100,0	16,0	100,0	100,0

a) Issue du recensement de la population (source : Insee, RP 2012).

b) Estimation à partir de l'enquête Patrimoine 2014-2015.

c) Issue de la collecte PPP, fin 2014.

Note de lecture : Les plus de 65 ans représentent 26,5 % des ménages français, et 17 % d'entre eux détiennent des valeurs mobilières.

Ainsi, ils représentent 28,1 % des ménages détenteurs de titres, et détiennent 48,3 % du portefeuille-titres total des ménages.

Source : Banque de France.

Ajustements du compte courant et dynamiques de la productivité en Europe pendant la crise

Antoine BERTHOU
 Direction des Études
 microéconomiques
 et structurelles
 Service d'Études
 sur les échanges extérieurs
 et sur les politiques structurelles

La contagion à l'Europe de la crise financière de 2008 a provoqué un arrêt brutal du financement extérieur de certaines économies, suivi d'un effondrement de la demande interne dont dépendent plus particulièrement les entreprises les moins productives dans chaque secteur. Cet article étudie l'influence de ces chocs de demande, asymétriques entre différents marchés, du point de vue des productivités du travail dans treize économies européennes au cours de la première partie de la crise (de 2008 à 2012). Selon les résultats obtenus, l'effondrement de la demande intérieure dans les pays européens les plus fragilisés par la crise a contribué à modifier l'allocation de l'emploi entre entreprises différenciées par leur niveau de productivité (efficacité allocative), en défaveur des entreprises les moins productives dans chaque secteur. À l'inverse, les entreprises les plus productives bénéficiaient d'une demande étrangère plus favorable. Ces ajustements ont en retour modifié la productivité par secteur suite à un effet de composition. Dans les pays du « cœur » de l'Union européenne, en revanche, l'efficacité allocative est restée dans l'ensemble stable ou s'est détériorée sur cette période. Au final, ces résultats permettent d'expliquer en partie la très forte hétérogénéité des dynamiques de la productivité du travail en Europe pendant la crise.

Mots clés : productivité, efficacité allocative, chocs de demande

Codes JEL : E24, E32, O4

Chiffres clés

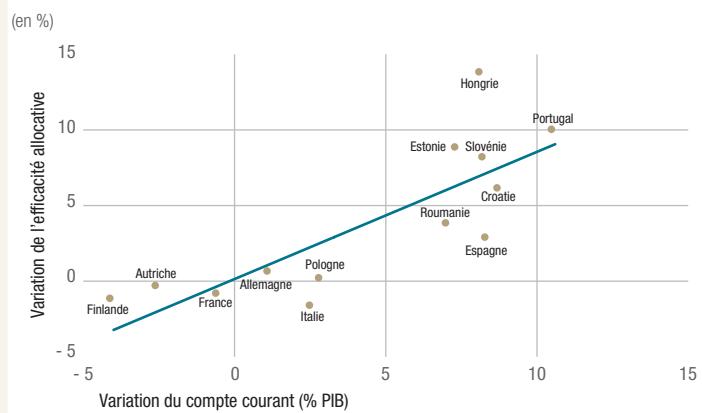
+ 4,5 %

La variation moyenne du solde du compte courant rapporté au PIB, en points de pourcentage, pour treize économies de l'Union européenne de notre échantillon entre 2008 et 2012

+ 2,9 %

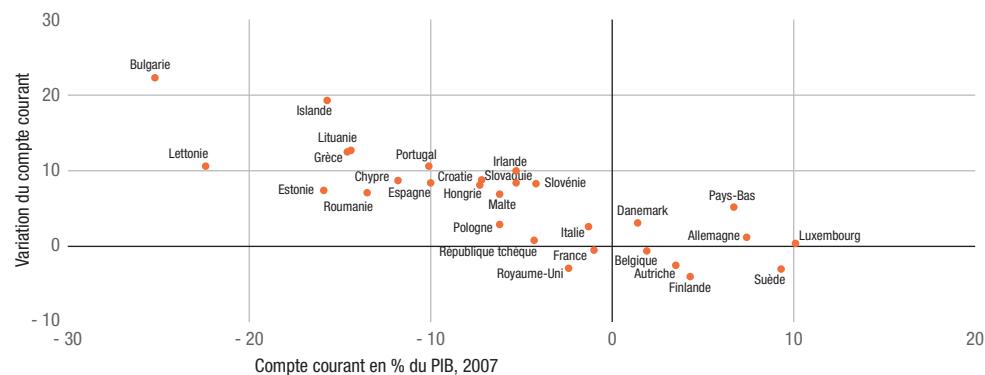
La hausse de la productivité du travail induite par une modification de l'efficacité allocative de l'emploi entre 2008 et 2012, en moyenne pour les treize économies de notre échantillon.

Évolutions du compte courant et de l'efficacité allocative de l'emploi (2008-2012)



G1 Dynamiques du compte courant (2008-2012)

(variation en points de pourcentage)

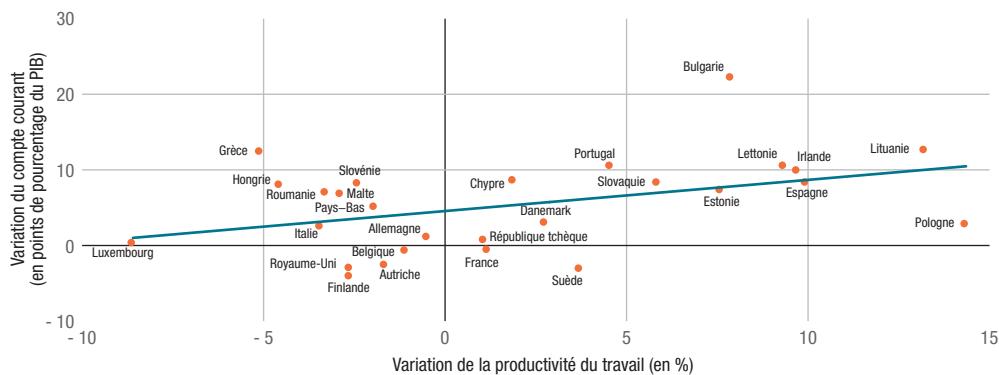


Source : Eurostat.

La crise financière internationale de 2008 puis, dès 2010, la crise des dettes souveraines en zone euro, ont provoqué un reflux des capitaux qui avaient été investis précédemment dans les économies dites de la « périphérie » de l’Union européenne¹. L’arrêt brutal du financement de ces économies, ou « *sudden stop* », a par la suite forcé un ajustement brutal des comptes courants, opéré en grande

partie par une contraction de la demande interne (Lane et Milesi-Ferretti, 2011 et 2012 ; cf. graphique 1). Parallèlement, ces économies ont parfois connu des gains de productivité particulièrement marqués, alors que la productivité progressait peu ou stagnait dans les pays du « cœur » de l’Union européenne (Pessoa et Van Reenen, 2013 ; Barnet *et al.*, 2014 ; Azkenazy et Erhel, 2015 ; cf. graphique 2)².

G2 Évolutions du compte courant et de la productivité du travail (2008-2012)



Note de lecture : Productivité du travail mesurée comme la valeur ajoutée réelle par employé (productivité apparente du travail pour l’ensemble de l’économie).
Source : Eurostat.

1 Au-delà des économies de la zone euro particulièrement fragilisées par la crise sur la période de notre étude (Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal), nous ferons référence dans cet article à une périphérie de l’Union européenne englobant également les pays non membres de la zone euro, et en particulier les « nouveaux membres » de l’UE entrés à partir de 2004, qui ont également été marqués par de très forts ajustements du compte courant en proportion du PIB entre 2008 et 2012 (cf. graphique 1).

2 Voir aussi le graphique A en annexe pour les évolutions de la productivité du travail en Europe sur la période 2008-2012.

Dans un contexte de forte contraction de la demande, la productivité du travail ou la productivité totale des facteurs peuvent être modifiées par le biais de différents mécanismes. Par exemple, des rendements d'échelle croissants, ou des coûts d'ajustements des facteurs de production au niveau de l'entreprise, modifient le taux d'utilisation des capacités et rendent la productivité procyclique (Basu et Fernald, 2000)³. Par ailleurs, la réallocation des ressources productives, dont le travail, entre secteurs d'activité ou entre entreprises au sein d'un secteur, modifie également la productivité dès lors qu'il existe une hétérogénéité des productivités au niveau méso- ou microéconomique. On parle alors de modification de l'« efficacité allocative » (Davis et Haltiwanger, 1990)⁴.

Cet article explore le rôle joué par les modifications de l'allocation de l'emploi entre entreprises pour treize économies européennes au cours de la première partie de la crise (2008-2012). Nos résultats indiquent que les gains de productivité réalisés dans les pays européens les plus fragilisés par la crise s'expliquent en partie par une modification de l'allocation de l'emploi entre entreprises : l'effondrement de la demande interne semble en effet avoir principalement détérioré l'emploi dans les entreprises les moins productives tandis que les entreprises les plus productives bénéficiaient d'une demande étrangère plus favorable. Ces ajustements ont en retour modifié la productivité au niveau des secteurs par un effet de composition. Dans les pays du cœur de l'Union européenne, en revanche, l'efficacité allocative est restée dans l'ensemble stable ou s'est détériorée sur cette période.

Les variations de l'efficacité allocative pendant la crise n'ont cependant pas été nécessairement accompagnées d'une « réallocation » de l'emploi depuis les entreprises les moins productives vers les entreprises les plus productives. Dans les économies les plus durement touchées par la crise, ces réallocations ont été opérées dans un contexte récessif défavorable à l'emploi. Les résultats de nos estimations suggèrent qu'une

demande étrangère plus favorable favoriserait au contraire des gains de productivité par le biais d'une croissance de l'emploi au sein des entreprises les plus performantes.

1. Évolutions de l'efficacité allocative pendant la crise

Notre analyse repose sur la méthodologie développée par Olley et Pakes (1996), qui décomposent la productivité d'un secteur en deux éléments : la productivité moyenne des entreprises du secteur et l'efficacité allocative du facteur travail (cf. encadré 1). L'allocation du travail entre entreprises est plus efficace lorsque les entreprises les plus productives représentent une part plus importante de l'emploi d'un secteur, et moins efficace dans le cas contraire⁵. Nous utilisons les données de la base CompNet⁶ (Lopez-Garcia *et al.*, 2015), qui produit les indicateurs de la décomposition de la productivité proposée par

³ Cette *et al.* (2015) montrent, à partir de données microéconomiques, l'influence des modifications du taux d'utilisation des capacités sur la mesure de la productivité.

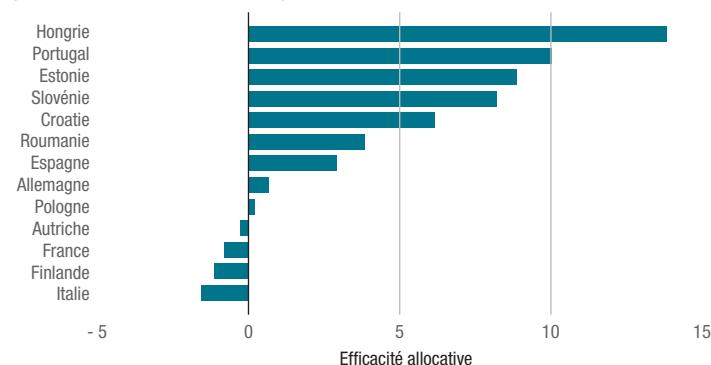
⁴ Davis et Haltiwanger (1990) montrent en particulier, à partir de données collectées pour les États-Unis, que les réallocations de l'emploi entre entreprises, au sein de chaque secteur, affectent la productivité au niveau macroéconomique de manière contracyclique (les réallocations s'accélèrent en bas de cycle).

⁵ Voir Berthou et Sandoz (2014) pour une première application de cette décomposition sur données européennes.

⁶ CompNet est un réseau de recherche européen sur la compétitivité, créé au sein du Système européen des banques centrales. Voir le site web : https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher_compnet.en.html.

G3 Évolutions de l'allocation efficace de l'emploi (2008-2012)

(moyenne en % sur l'ensemble des secteurs)



Note de lecture : Pour chaque pays, la barre du graphique se lit comme la contribution des modifications de l'allocation de l'emploi aux évolutions de la productivité du travail, en moyenne, sur l'ensemble des secteurs marchands non agricoles.
Sources : données CompNet et calculs des auteurs.

Encadré 1

Décomposition de la productivité du travail pour les économies européennes

Olley et Pakes (1996) proposent une décomposition comptable de la productivité du travail dans un secteur d'activité qui peut être exprimée formellement de la manière suivante :

$$Prod_{ikt} = \underbrace{\frac{1}{N_{ikt}} \sum Prod_{fikt}}_{\text{Productivité moyenne}} + \underbrace{\sum_{f \in \{i,k\}} (l_{fikt} - \bar{l}_{ikt}) (Prod_{fikt} - \overline{Prod}_{ikt})}_{\text{Efficacité allocative}}$$

où $Prod_{ikt}$ correspond au niveau de la productivité du travail dans le pays i et le secteur k ; N_{ikt} correspond au nombre d'entreprises opérant dans ce secteur ; $Prod_{fikt}$ correspond à la productivité du travail de chaque entreprise f et l_{fikt} le nombre de personnes employées par cette entreprise ; enfin \bar{l}_{ikt} et \overline{Prod}_{ikt} correspondent aux moyennes de l'emploi et de la productivité des entreprises du secteur k dans le pays i .

Dans cette décomposition, le second terme (efficacité allocative) est calculé comme une covariance entre la productivité du travail de l'entreprise et son emploi. Une valeur positive révèlera une allocation de l'emploi favorable à la productivité du secteur, tandis qu'une valeur négative s'interprète comme une allocation de l'emploi défavorable à la productivité du secteur. Nous nous intéresserons principalement dans ce travail aux variations dans le temps de ce terme d'allocation afin de mesurer les effets de la crise sur la productivité du travail par le biais des modifications dans l'allocation de l'emploi entre entreprises.

La méthodologie développée par Olley et Pakes (1996) offre une décomposition simple de la productivité d'un secteur, peu sensible aux biais d'échantillonnage (Bartelsman *et al.*, 2013). En revanche, il est important de noter qu'elle ne permet pas de prendre en compte la contribution de l'entrée et de la sortie d'entreprises (créations et défaillances d'entreprise). Or cette marge extensive contribue bien entendu également aux évolutions de la productivité d'un secteur (Foster *et al.*, 2006)¹.

¹ Maliranta et Määttänen (2015) et Melitz et Polanec (2015) montrent que l'entrée et la sortie de firmes introduisent un biais dans la décomposition de la productivité proposée par Olley et Pakes (1996). Melitz et Polanec (2015) montrent en particulier que la prise en compte de l'entrée-sortie dans Olley-Pakes augmente la contribution de la réallocation des parts de marché entre entreprises « survivantes » aux évolutions de la productivité agrégée. Ce résultat implique que notre décomposition sous-estime la contribution de ce canal aux évolutions de la productivité pendant la crise pour les pays européens de notre échantillon.

Olley et Pakes (1996) pour treize économies⁷ sur la période 2008 à 2012 et cinquante-deux secteurs d'activité (nomenclature NACE à deux chiffres).

La lecture des résultats présentés dans le graphique 3 requiert une certaine prudence dans la mesure où certains biais d'échantillonnage, et les différences de couverture des échantillons de données d'entreprises entre pays, pourraient affecter la mesure des indicateurs de productivité

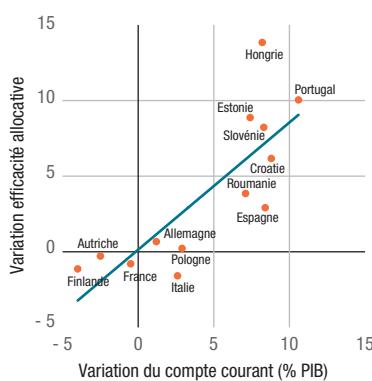
retenus. Dans l'ensemble, les résultats présentés signalent une forte dynamique de l'efficacité allocative en Europe pendant la crise. Par exemple, au Portugal, les modifications de l'allocation de l'emploi entre entreprises ont permis d'augmenter de 10 % la productivité du travail entre 2008 et 2012. Il s'agit là d'une contribution brute, qui ne prend pas en compte les évolutions de la productivité moyenne des entreprises au sein de chaque secteur, ni la réallocation de

⁷ Dans le cas de plusieurs pays (Allemagne et Autriche), la faible représentativité des échantillons pour les entreprises de petite taille est corrigée par l'utilisation de poids d'échantillonnage (fournis par Eurostat pour les entreprises de plus de vingt employés) dans le programme CompNet. Après correction, la distribution des entreprises et de l'emploi par classes de taille dans la base données CompNet est très proche pour ces deux pays de la distribution de référence dans le registre d'entreprises d'Eurostat (voir Lopez-Garcia *et al.*, 2015, tableau 3 et encadré 1). Pour l'Allemagne, l'Autriche et la France, nous retenons au final l'échantillon CompNet couvrant les entreprises de plus de vingt employés. Pour l'ensemble des dix autres pays, l'échantillon CompNet ne retient aucune sélection sur la base du nombre d'employés.

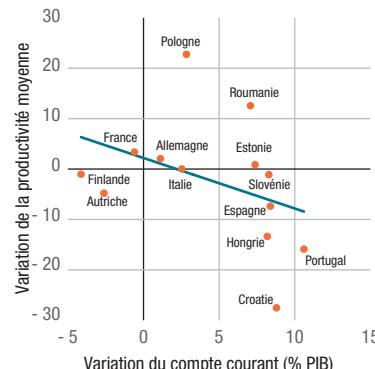
G4 Ajustements du compte courant et variations de l'efficacité allocative et de la productivité moyenne des entreprises (2008-2012)

(moyenne en % sur l'ensemble des secteurs)

a) Allocation efficace de l'emploi



b) Productivité du travail moyenne des entreprises



Sources : Données CompNet et calculs des auteurs. Secteurs marchands non agricoles.

l'emploi entre secteurs. Pour neuf pays européens de notre échantillon, cette modification de l'allocation de l'emploi entre entreprises, au sein de chaque secteur, semble avoir contribué très favorablement aux gains de productivité du travail. Au contraire, les modifications de l'allocation de l'emploi ont été faiblement défavorables à la productivité du travail dans quatre économies européennes, dont l'Italie et, dans une moindre mesure, la France.

Quelle relation entre variations de l'efficacité allocative et ajustements du compte courant ?

Le graphique 4a montre par ailleurs que les évolutions de l'efficacité allocative de l'emploi au niveau microéconomique sont très positivement corrélées aux ajustements du compte courant pendant la crise. Les gains de productivité observés dans les pays ayant connu des ajustements du compte courant très rapides s'expliquent donc en partie par une modification de l'allocation intra-sectorielle de l'emploi entre entreprises entre 2008 et 2012, tandis que les modifications de l'emploi ont peu contribué aux gains de productivité dans les pays

du cœur de l'Union Européenne. Le graphique 4b montre qu'au contraire, la productivité moyenne des entreprises est négativement liée aux ajustements du compte courant, bien que la corrélation ne soit pas significative. Les réallocations de l'emploi entre entreprises semblent donc avoir joué un rôle déterminant du point de vue des évolutions de la productivité du travail dans chaque secteur. Nous examinons ce point plus en détails dans la section suivante en conduisant une analyse économétrique.

2. Le rôle des ajustements de la demande pendant la crise

Plusieurs hypothèses peuvent être avancées pour expliquer la contribution forte des modifications de l'allocation de l'emploi entre entreprises aux évolutions de la productivité du travail en Europe :

- les réformes structurelles mises en œuvre dans les économies européennes pendant la crise, sur le marché du travail ou sur le marché des biens, pourraient avoir contribué à une réallocation efficace de l'emploi ;

- le renversement brutal des flux de financement en direction des pays de la périphérie européenne pourrait avoir renforcé les contraintes de crédit subies par les entreprises les moins productives dans chaque secteur⁸ ;
- l'effondrement de la demande domestique dans certaines économies européennes pourrait avoir fortement défavorisé les entreprises les moins productives (tandis que les entreprises les plus productives répondent à la fois aux variations de la demande nationale et de la demande étrangère) et donc favorisé des gains de productivité par une réallocation de l'emploi.

Nous explorons cette dernière hypothèse à partir des données produites par le réseau CompNet, au niveau sectoriel, par l'estimation économétrique d'une équation reliant les évolutions de l'efficacité allocative entre 2008 et 2012, par pays et par secteur, aux variations du ratio des exportations

rapportées à la demande domestique sur la même période (cf. encadré 2).

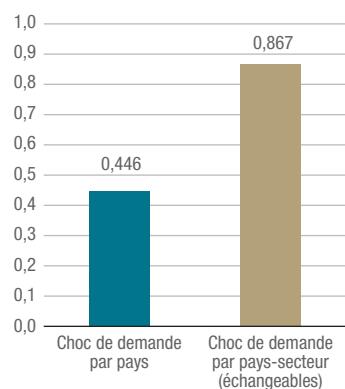
Nos estimations confirment l'influence des variations de la demande sur l'efficacité allocative dans les pays européens de notre échantillon entre 2008 et 2012. Que le ratio des exportations soit mesuré pour l'ensemble de l'économie ou individuellement pour chaque secteur, les résultats indiquent qu'une hausse des exportations relativement aux ventes totales tend à accroître l'efficacité allocative au sein de chaque secteur (cf. graphique 5a et détails des estimations dans le tableau A en annexe). Les élasticités estimées à partir de notre modèle économétrique permettent de prédire la contribution *brute* du canal de la demande aux évolutions de l'efficacité allocative entre 2008 et 2012 (cf. graphique 5b). Les résultats montrent que les variations du ratio des exportations relativement aux ventes totales ont contribué à modifier très substantiellement l'efficacité allocative (et donc la productivité

⁸ Bartelsman *et al.* (2015) montrent que dans les économies européennes les plus fragilisées par la crise, la proportion d'entreprises contraintes financièrement a principalement augmenté parmi les catégories de firmes les moins productives.

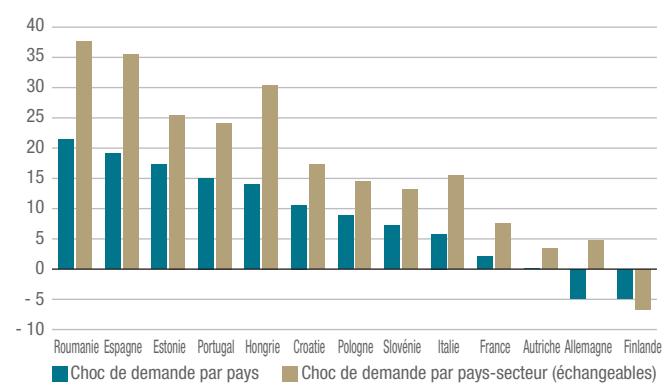
G5 Variations de l'efficacité allocative

(en %)

a) Élasticités des variations de l'efficacité allocative aux variations du ratio des exportations



b) Variations de l'efficacité allocative (et de la productivité du travail) par secteur prédictes par les variations de la demande par pays



Note de lecture : Les coefficients du graphique 5a sont obtenus à partir d'estimations en variables instrumentales (colonnes 5 et 6 du tableau A en annexe). Chaque chiffre se lit comme la réaction en pourcentage de l'efficacité allocative (et de la productivité du travail) à la suite d'une hausse de 1 % du ratio des exportations. Dans le premier modèle, où le choc est défini pour l'ensemble de l'économie, l'efficacité allocative augmenterait de 0,4 % ; dans le second modèle, où le choc est défini plus précisément pour chaque pays et chaque secteur, l'efficacité allocative augmenterait de 0,8 %. Ces deux estimations nous donnent une borne inférieure et une borne supérieure des effets des chocs de demande sur la productivité par le biais des modifications de l'efficacité allocative. Les variations prédictes de l'efficacité allocative dans le graphique de droite sont obtenues en combinant ces élasticités estimées avec les variations du ratio des exportations par pays (barre bleue) ou par pays et secteur (barre bronze), en suivant la formule suivante : variation de l'efficacité allocative = coefficient estimé × variation du ratio des exportations. Chaque barre du graphique 5b se lit comme une variation de la productivité du travail en moyenne sur l'ensemble des secteurs, obtenue par une modification de l'emploi entre entreprises au sein de chaque secteur (efficacité allocative). La barre bleue correspond à une borne inférieure de cette prédiction, et la barre bronze à une borne supérieure.

Sources : Résultats d'estimations à partir des données CompNet (Banque centrale européenne et Système européen des banques centrales) et calculs de l'auteur.

Encadré 2

Méthodologie de la stratégie d'estimation de l'impact de la baisse de la demande européenne sur l'efficacité allocative

Nous cherchons à mettre en évidence le rôle joué par les ajustements de la demande pendant la crise sur l'efficacité allocative par pays et secteur entre 2008 et 2012. Pour cela, nous estimons l'équation suivante :

$$\Delta EA_{ik} = \beta_1 \Delta \ln \left(\frac{Export_{ik}}{CA_{ik}} \right) + \beta_2 \Delta \ln(N_{ik}) + \beta_3 EA_{ik,08} + \gamma_k + \varepsilon_{ik}$$

Le signe Δ mesure la variation d'une variable entre 2008 et 2012 ; EA_{ik} correspond à l'efficace allocative de l'emploi par pays i et secteur k ; $\frac{Export_{ik}}{CA_{ik}}$ correspond au ratio des exportations rapportées au chiffre d'affaires ; N_{ik} mesure le nombre d'entreprises et permet de tenir compte des effets de sélection dans l'échantillon ; $EA_{ik,08}$ mesure le niveau initial de l'efficacité allocative en 2008 et tient compte des effets de convergence entre pays et secteurs ; γ_k est un effet fixe sectoriel et tient compte des chocs spécifiques à chaque secteur et communs à l'ensemble des économies de l'échantillon ; enfin ε_{ik} est le terme d'erreur de l'estimation.

Nous retenons deux mesures du ratio des exportations. Une première approche consiste à rapporter les exportations brutes de marchandises en valeur au chiffre d'affaires pour l'ensemble de l'économie¹. La variation de ce ratio entre 2008 et 2012 nous permet d'identifier l'impact des variations de la demande étrangère relativement à la demande domestique sur l'efficacité allocative dans l'ensemble des secteurs (échangeables et non échangeables). Une seconde approche consiste à rapporter les exportations brutes au chiffre d'affaires individuellement pour chaque secteur. Cette seconde approche permet de mesurer plus précisément l'impact des chocs de demande spécifiques aux secteurs exportateurs, mais ne permet pas de prendre en compte les retombées de ces chocs de demande sur les secteurs non échangeables. Nous utiliserons alternativement l'une ou l'autre des mesures.

L'équation est estimée dans un premier temps par la méthode des moindres carrés ordinaires. L'estimation du coefficient β_1 permet d'identifier une simple corrélation entre la variation de l'efficacité allocative dans chaque secteur, et les variations du ratio des exportations rapportées au chiffre d'affaires. Afin de contrôler l'endogénéité (simultanéité et causalité inverse), nous adoptons une stratégie empirique en deux étapes (doubles moindres carrés). Dans une première étape, la variation du ratio des exportations est expliquée par les variations de la demande étrangère² adressée au pays i par le secteur k , et par les variations de la consommation du pays i . Dans une deuxième étape, les variations prédictes du ratio des exportations sont utilisées comme une variable « exogène » pour expliquer les variations de l'efficacité allocative. Cette stratégie dite de « variables instrumentales » permet de s'assurer que le coefficient β_1 obtenu n'est pas biaisé par des problèmes d'endogénéité³.

¹ Les données d'exportations brutes en valeur par pays, ou par pays et secteur, proviennent de la base de données BACI du CEPII. Les exportations sont initialement mesurées au niveau des classifications de produits à 6 chiffres (SH6) et sont ensuite converties au niveau des secteurs NACE à l'aide de tables de passage. Les valeurs en dollars sont converties en euros (dépréciation de 13 % de l'euro vis-à-vis du dollar entre 2008 et 2012). Les données de chiffres d'affaires par pays-secteur proviennent de la base de données CompNet ; elles sont mesurées en euros et initialement extraites des données de bilan des entreprises européennes.

² Les variations de la demande étrangère adressée aux firmes du secteur k dans le pays i sont mesurées comme la variation du total des importations de chaque partenaire, pondéré par le poids de chaque flux de commerce dans le total des exportations du pays exportateur i et du secteur k en 2008. La construction de cette variable est obtenue à partir des données de commerce international de la base BACI du CEPII.

³ La stratégie est similaire à celle employée dans un travail complémentaire (Berthou, Manova et Sandoz, 2015).

apparente du travail) dans certains pays de l'Union européenne très fragilisés par la crise (Roumanie, Espagne, Portugal, Hongrie). Ce résultat s'explique à la fois par la progression des exportations et par la baisse de la demande interne, qui ont modifié la demande adressée au bénéfice des entreprises les plus productives. Au contraire, dans les pays du cœur de l'Union européenne, les variations de la demande ont été faiblement favorables, voire défavorables, aux entreprises les plus productives. Le canal de la demande explique par conséquent la faible progression ou la baisse de l'efficacité allocative dans ces pays.

3. La crise a-t-elle favorisé une réallocation des facteurs de production vers les entreprises les plus productives ?

Comme nous l'avons rappelé plus haut, les résultats présentés dans cet article doivent être interprétés avec prudence, compte tenu des possibles biais de mesure liés à l'hétérogénéité des échantillons de données d'entreprise entre pays européens. En conservant ces précautions d'usage, les résultats de notre étude permettent d'apporter, dans l'ensemble, deux éclairages nouveaux sur les évolutions de la productivité du travail en Europe pendant la crise financière récente. D'une part, les fortes progressions de l'efficacité allocative observées dans certaines économies européennes très fragilisées par la crise entre 2008 et 2012 semblent avoir favorisé une amélioration de la productivité du travail. D'autre part, nous montrons que les évolutions de l'efficacité allocative sur cette période sont expliquées en partie par les variations de la demande extérieure relativement à la demande domestique. Ce travail contribue donc aux travaux de la littérature académique mettant en évidence le rôle joué par les mécanismes de sélection ou de réallocation des facteurs de production entre entreprises lors des épisodes de récession (Davis et Haltiwanger, 1990 ; Caballero et Hammour, 1994 ; Foster *et al.*, 2014).

Peut-on pour autant parler de réallocation de l'emploi depuis les entreprises les moins productives vers les plus productives ?

La hausse massive du chômage dans les économies européennes les plus durement frappées par la crise (Boulin et Cette, 2013) laisse penser qu'à la suite de l'effondrement de la demande interne, les suppressions d'emplois opérées par les entreprises les moins productives n'ont pas été entièrement compensées par des créations d'emplois au sein des entreprises les plus productives. La réallocation est donc incomplète et les gains de productivité s'expliquent en partie par un effondrement de la demande interne. Dans ce contexte, un environnement international plus favorable et une demande étrangère plus dynamique permettraient une réallocation de l'emploi vers les entreprises les plus productives.

Quels mécanismes ont pu accentuer ou atténuer l'ampleur des réallocations de l'emploi ?

La faible intensité des réallocations ou des modifications de l'efficacité allocative pendant la dernière crise n'est pas spécifique à certains pays européens comme l'Allemagne ou la France. Les travaux de Foster *et al.* (2014) sur données américaines montrent que la Grande Récession aux États-Unis a été marquée par un processus de réallocation moins intense que lors des épisodes de crises passés⁹. L'une des hypothèses avancées par les auteurs est que la présence de contraintes financières aurait freiné le processus de réallocation des facteurs de production entre entreprises¹⁰. Il n'existe cependant pas, pour le moment, de preuve empirique de ce mécanisme pour les États-Unis ou pour l'Europe¹¹. Dans une série d'estimations complémentaires (cf. tableau B en annexe), nous testons le rôle joué par les conditions initiales sur le marché du travail et sur le marché du crédit. D'une part, la présence de rigidités sur le marché du travail pourrait avoir freiné les réallocations de l'emploi pendant la

⁹ En Europe, le travail en cours de Bartelsman *et al.* (2016) suggère également une plus faible intensité des réallocations de l'emploi entre entreprises lors de la Grande Récession.

¹⁰ Osotiméhin et Pappadà (2015) développent un modèle dans lequel l'amélioration de la productivité moyenne des entreprises lors d'une récession est freinée par la présence de frictions financières.

¹¹ Pour la France, le travail de Avouyi-Dovi *et al.* (2016) montre que la proportion des nouveaux crédits accordés à des entreprises en difficulté n'a que faiblement augmenté avec la crise, ce qui laisse à penser que les banques n'ont pas cherché à maintenir en vie des entreprises insolubles.

crise. D'autre part, au-delà de l'effet de premier ordre des chocs de demande, la crise pourrait avoir corrigé en partie la mauvaise allocation du capital entre secteurs (Reis, 2013 ; Borio *et al.* 2015 ; Cette *et al.*, 2015) ou entre firmes au sein des secteurs (Dias *et al.*, 2014 ; Garcia-Santana *et al.*, 2016 ; Gopinath *et al.*, 2015).

Les résultats du tableau B (en annexe) indiquent que les rigidités sur le marché du travail ont atténué

l'impact des chocs de demande sur l'efficacité allocative pendant la crise. En parallèle, ils révèlent un impact marqué de la croissance du crédit avant la crise : au-delà des chocs de demande, l'efficacité allocative a en effet progressé davantage dans les pays ayant connu une croissance rapide du crédit avant 2008. Ce résultat suggère que la crise a permis de corriger certains déséquilibres internes engendrés par la mauvaise allocation du crédit dans les années de *boom*.

Bibliographie

Askenazy (P.) et Erhel (C.) (2015)

« *The French productivity puzzle* », *IZA Discussion Papers* 9188, Institute for the Study of Labor (IZA).

Avouyi-Dovi (S.), Bureau (B.), Lecat (R.), O'Donnell (C.) et Villette (J.-P.) (2016)

« Les crédits aux entreprises à taux particulièrement bas en France », *Bulletin de la Banque de France*, n° 203, p.5-18.

Barnett (A.), Batten (S.), Chiu (A.), Franklin (J.) et Sebastia-Barriel (M.) (2014)

« *The UK productivity puzzle* », *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 54(2), p. 114-128.

Bartelsman (E.), Haltiwanger (J.) et Scarpetta (S.) (2013)

« *Cross-country differences in productivity : the role of allocation and selection* », *American Economic Review*, vol. 103(1), p. 305-34.

Bartelsman (E.), di Mauro (F.) et Dorruchi (E.) (2015)

« *Eurozone rebalancing : are we on the right track for growth? Insights from the CompNet micro-based data* », Vox EU du 17 mars 2015.

Bartelsman (E.), Lopez-Garcia (P.) et Presidente (G.) (2016)

« *Factor reallocation in Europe* », mimeo.

Basu (S.) et Fernald (J.) (2000)

« *Why is productivity procyclical? Why do we care?* » *NBER Working Papers* 7940.

Berthou (A.) et Sandoz (C.) (2014)

« Productivité du travail en Europe : allocation efficace de l'emploi ou performance des firmes ? », *Bulletin de la Banque de France*, n°196, p. 63-80.

Berthou (A.), Manova (K.) et Sandoz (C.) (2015)

« *Productivity, misallocation and trade* », mimeo.

Borio (C.), Kharroubi (E.), Upper (C.) et Zampolli (F.) (2015)

« *Labor reallocation and productivity dynamics : financial causes, real consequences* », mimeo.

Boulin (J.-Y.) et Cette (G.) (2013)

« *Labour market adjustments during the crisis : the role of working time arrangements* », *Transfer*, 19(4) p. 475-487.

Caballero (R. J.) et Hammour (M. L.) (1994)

« *The cleansing effect of recessions* », *American Economic Review*, vol. 84(5), p. 1 350-68.

Cette (G.), Fernald (J.) et Mojon (B.) (2016)

« *The pre-Great Recession slowdown in productivity* », *Banque de France Document de travail* n° 586.

Cette (G.), Dromel (N.), Lecat (R.) et Paret (A.-C.) (2015)

« *Production factor returns : the role of factor utilization* » *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 97(1), p. 134-143.

Davis (S. J.) et Haltiwanger, (J.) (1990)

« *Gross job creation and destruction : microeconomic evidence and macroeconomic implications* », NBER Chapters, NBER Macroeconomics Annual 1990, Volume 5, p. 123-186.

Dias (D.), Robalo Marques (C.) et Richmond (C.) (2014)

« *Misallocation and productivity in the lead up to the Eurozone crisis* », *Banco de Portugal Working Papers* w201411.

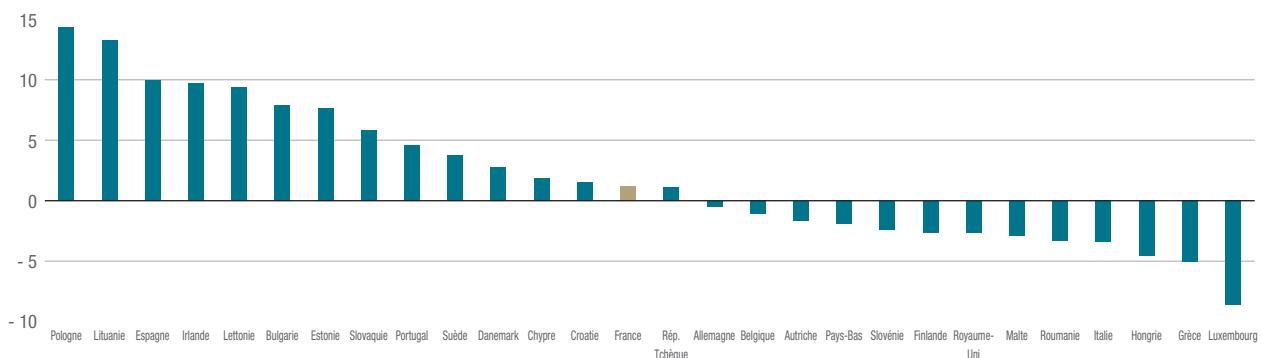
- Foster (L.), Haltiwanger (J.) et Krizan (C.J.) (2006)**
 « *Market selection, reallocation and restructuring in the U.S. retail trade sector in the 1990s* », *Review of Economics and Statistics*, 88, n° 4, p. 748-758.
- Foster (L.) Grim (C.) et Haltiwanger (J.) (2014)**
 « *Reallocation in the Great Recession : cleansing or not?* », *NBER Working Papers* 20427.
- García-Santana (M.), Moral-Benito (E.), Pijoan-Mas (J.) et Ramos (R.) (2016)**
 « *Growing like Spain : 1995-2007* », *CEPR Working Paper* 11144.
- Gopinath (G.), Kalemli-Ozcan (S.), Karabarbounis (L.) et Villegas-Sánchez (C.) (2015)**
 « *Capital allocation and productivity in South Europe* », *NBER Working Papers* 21453.
- Lane (P. R.) et Milesi-Ferretti (G. M.) (2011)**
 « *The cross-country incidence of the global crisis* », *IMF Economic Review*, 59(1), p. 77-110.
- Lane (P. R.) et Milesi-Ferretti (G. M.) (2012)**
 « *External adjustment and the global crisis* », *Journal of International Economics*, 88(2), p. 252-265.
- Lopez-Garcia (P.) di Mauro (F.) et CompNet Task Force (2015)**
 « *Assessing European competitiveness : the new CompNet microbased database* », *ECB Working Paper Series* 1764.
- Maliranta (M.) et Määttänen (N.) (2015)**
 « *An augmented static Olley-Pakes productivity decomposition with entry and exit : measurement and interpretation* », *Economica*, Vol. 82, p. 1372-1416.
- Melitz (M. J.) et Polanec (S.) (2015)**
 « *Dynamic Olley-Pakes productivity decomposition with entry and exit* », *RAND Journal of Economics*, vol. 46(2), pages 362-375, juin.
- Olley (G. S.) et Pakes (A.) (1996)**
 « *The dynamics of productivity in the telecommunications equipment industry* », *Econometrica*, 64(6), p. 1263-1297.
- Osotimehin (S.) et Pappadà, (F.) (2015)**
 « *Credit frictions and the cleansing effect of recessions* », *Economic Journal*, à paraître.
- Pessoa (J. P.) et Van Reenen (J.) (2014)**
 « *The UK productivity and jobs puzzle : does the answer lie in wage flexibility?* », *Economic Journal*, vol. 0(576), p. 433-452, 05.
- Reis (R.) (2013)**
 « *The Portuguese Slump and Crash and the Euro crisis* », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 46(1), p. 143-210.

Annexes

1. Évolution de la productivité du travail

Graphique A Évolution de la productivité du travail (2008-2012)

(variation en %)



Sources : Eurostat et calculs des auteurs.

2. Estimations utilisées dans l'étude

Tableau A Effets des chocs de demande relative sur l'efficacité allocative par pays-secteur

Variable dépendante Estimateur Secteur	Delta ln efficacité allocative (i, k, 2008-2012)					
	Moindres carrés ordinaires			Doubles moindres carrés		
	Tous	Industrie	Services	Tous	Tous	Tous
Delta ln ratio export (i, 2008-2012)	0,223*** (0,031)	0,224*** (0,049)	0,230*** (0,038)		0,446*** (0,077)	
Delta ln ratio export (i k, 2008-2012)				0,084*** (0,026)		0,867*** (0,171)
Delta ln nb. Entreprises (i k, 2008-2012)	0,132*** (0,036)	0,106** (0,044)	0,206*** (0,055)	0,066** (0,033)	0,210*** (0,048)	0,176*** (0,049)
Efficacité allocative initiale (i k, 2008)	-0,144*** (0,042)	-0,129** (0,059)	-0,171*** (0,056)	-0,066* (0,038)	-0,233*** (0,043)	-0,167*** (0,052)
Observations	549	300	249	549	549	549
R2	0,247	0,208	0,336	0,162	0,151	-0,815

Significativité des coefficients : *** à 1 % ; ** à 5 % ; * à 10 %.

Source : Estimations des auteurs à partir des données CompNet.

Tableau B Estimations contrôlant les conditions initiales sur les marchés de l'emploi et du crédit

Variable dépendante Estimateur	Delta ln efficacité allocative (i, k, 2008-2012)			
	Doubles moindres carrés			
Delta ln ratio export (i, 2008-2012)	1,710*** (0,601)	0,658*** (0,242)	0,760*** (0,276)	1,940*** (0,744)
Delta ln ratio export (i, 2008-2012)*Rigidité marché travail (i, 2008)	-0,352* (0,186)			-0,467** (0,217)
Delta ln credit / PIB (i k, 2003-2007)		0,085* (0,049)	0,227*** (0,041)	0,255*** (0,046)
Delta ln credit / PIB (i k, 2003-2007) * échangeables (k)			-0,319** (0,128)	-0,363*** (0,130)
Observations	442	442	442	442

Significativité des coefficients : *** à 1 % ; ** à 5 % ; * à 10 %.

Le ratio du crédit rapporté au PIB provient des données de la Banque mondiale. Les rigidités sur le marché du travail sont mesurées par l'OCDE et couvrent les contrats à durée indéterminée, les licenciements individuels et collectifs.

Source : Banque mondiale, OCDE. Estimations des auteurs à partir des données CompNet.

Documents publiés

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

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>

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>

Documents et débats

<https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/documents-et-debats.html>

Rapports

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

Focus

<https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/focus.html>

L'éco en bref

<https://www.banque-france.fr/publications/leco-en-bref.html>

Notes d'information

<https://www.banque-france.fr/publications/notes-dinformation.html>

Rue de la Banque

<https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/rue-de-la-banque.html>

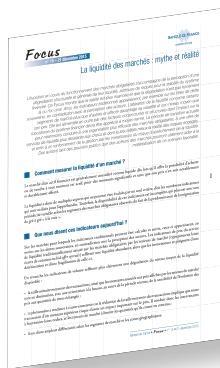
Prévisions économiques

<https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/previsions-economiques.html>

Évaluation des risques du système financier français

<https://www.banque-france.fr/publications/evaluation-des-risques-du-systeme-financier-francais.html>

Parutions en ligne



Focus

Cette publication apéridotique, et disponible également en anglais, contient des analyses de la Banque de France sur les évolutions économiques et financières actuelles.

- Focus n° 13 – Mars 2015

La croissance potentielle : une notion déterminante mais complexe

- Focus n° 14 – Juillet 2015

L'épargne des ménages français : davantage drainée par les produits réglementés qu'orientée par les mécanismes de marché

- Focus n° 15 – Décembre 2015

La liquidité des marchés : mythe et réalité

Accessible sur : <https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/focus.html>



Rue de la Banque

« Rue de la Banque », est une publication périodique en ligne, destinée à élargir l'audience des travaux des chercheurs de la Banque de France auprès d'un large public intéressé par l'économie, tant en français qu'en anglais.

- Rue de la Banque n° 26 – Juin 2016

Marché du logement en France : quel serait l'impact de mesures macroprudentielles ?

- Rue de la Banque n° 27 – Juin 2016

Quels sont les effets macroéconomiques de réformes structurelles ambitieuses sur les marchés des biens et du travail ?

- Rue de la Banque n° 28 – Juillet 2016

Fragmentation financière dans la zone euro : quelle évolution depuis 2008 ?

- Rue de la Banque n° 29 – Septembre 2016

Des entreprises insolvables survivent-elles grâce à des crédits à taux trop bas ?

Accessible sur : <https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/rue-de-la-banque.html>

Parutions en ligne – « ABC de l'économie »



Notes d'information

- La Zone franc (août 2015)
- Qui crée la monnaie ? (septembre 2015)
- Le surendettement des particuliers (septembre 2015)
- Le fichier national des incidents de remboursement des crédits aux particuliers (FICP) (septembre 2015)
- Le rôle du fichier central des chèques (FCC) et du fichier national des chèques irréguliers (FNCI) (septembre 2015)
- Qu'est-ce que la politique monétaire ? (septembre 2015)
- Les billets et les pièces en euros : les connaître, les utiliser (octobre 2015)
- Le financement des entreprises (octobre 2015)
- L'euro (octobre 2015)
- L'union bancaire (novembre 2015)
- Le contrôle des banques et des assurances en France (novembre 2015)
- Le Comité consultatif du secteur financier (novembre 2015)
- La balance des paiements et la position extérieure (décembre 2015)

Accessible sur : <https://www.banque-france.fr/publications/notes-dinformation.html>



L'éco en bref

- Que fait la Banque de France ?
- Les billets en euros
- Le financement des entreprises
- L'euro
- L'or
- La dette publique
- Qui crée la monnaie ?
- Qu'est-ce que la politique monétaire ?
- Le surendettement
- La Zone franc
- La politique monétaire conventionnelle de la zone euro

Accessible sur : <https://www.banque-france.fr/publications/leco-en-bref.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

DGEI, DGS, DGAFP

Rédaction en chef

Corinne Dauchy

Secrétaires de rédaction

Christine Collomb-Jost, Catherine Marzolf,
Jean-Luc Bontems

Maquettistes, opérateurs PAO et prépresse

Nicolas Besson, Angélique Brunelle, Laurent Caron,
Alexandrine Dimouchy, Stéphane Fernandez,
Christian Heurtaux, Aurélien Lefèvre, Isabelle Pasquier

Demandes d'abonnement en ligne

<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-SEL

Dépôt légal

Septembre 2016

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>

