

BULLETIN

**DE LA BANQUE
DE FRANCE**

3^E TRIMESTRE 2012

189

ÉTUDES

- **La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2011** **I**
Julien LE ROUX
Les non-résidents détiennent 43,3 % du capital social des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2011. Leur détention a légèrement augmenté en 2011 grâce notamment à des flux acheteurs ; elle fluctue dans un intervalle de 41 % à 44 % depuis 2007.
- Les PME en France en 2011 : malgré une activité bien orientée, la rentabilité stagne et les structures financières demeurent hétérogènes** **II**
Jean-Luc CAYSSIALS et François SERVANT
Le redémarrage de l'activité des PME résidant en France se confirme en 2011, notamment grâce à un rebond des exportations, mais la fin d'année marque les prémices d'une inflexion. Le taux de marge augmente légèrement, tandis que le taux d'épargne se replie. L'investissement progresse, surtout pour les PME de l'industrie. Les capitaux propres continuent à se renforcer.
- Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes** **37**
Frédéric DELAMARRE
Depuis le début de l'année 2011, la distribution de prêts à l'habitat s'est modérée, principalement en raison du net recul de la demande des ménages que n'a pas ravivée la baisse des taux d'intérêt intervenue ces derniers mois.
- Évolution des déséquilibres courants dans la zone euro : choc de compétitivité ou choc de demande ?** **47**
Guillaume GAULIER et Vincent VICARD
Les pays déficitaires de la zone euro n'ont généralement pas enregistré de sous-performances à l'exportation, malgré la dégradation de leur compétitivité avant la crise. L'afflux de capitaux dans les secteurs abrités de la concurrence internationale explique mieux à la fois les déficits et la hausse des prix relatifs.
- Les placements des organismes d'assurances à fin 2011** **65**
Gaël HAUTON, Omar BIROUK et Alain-Nicolas BOULOUX
Le recentrage national des placements des assureurs au profit des administrations publiques et du secteur bancaire français, amorcé en 2010, se confirme en 2011. Par ailleurs, on observe un accroissement de la proportion de titres de court terme.
- 18^e colloque international sur l'analyse des données de panel : une brève synthèse** **83**
Guillaume HORNY, Frédérique SAVIGNAC et Patrick SEVESTRE
Les 5 et 6 juillet 2012, la Banque de France a organisé le 18^e colloque international sur l'analyse des données de panel, réunissant quelque 180 chercheurs qui ont présenté et discuté des études couvrant un large éventail de recherches théoriques et appliquées. Cette manifestation a également permis de souligner l'intérêt des banques centrales pour la recherche académique et empirique, outil nécessaire à la prise des décisions de politique monétaire.

STATISTIQUES	 Sommaire	SI
DIVERS	 Abréviations	I
	Documents publiés	III
	Coupon-abonnement	XI

Achevé de rédiger le 25 septembre 2012

La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2011

Julien LE ROUX

Direction de la Balance des paiements

Service des Titres

Au 31 décembre 2011, la capitalisation boursière des entreprises françaises du CAC 40 était détenue à hauteur de 43,3 % par les non-résidents, soit une détention nette de 334,6 milliards d'euros sur une capitalisation boursière totale de ces sociétés de 772,3 milliards d'euros.

Cette part, qui a eu tendance à progresser sur la période allant de 1999 à 2006, a fléchi en 2007 et fluctue depuis lors aux alentours de 42 %. Entre 2010 et 2011, le taux de détention a crû de 2,2 points de pourcentage, s'établissant en fin d'année à 43,3 %, dont 1 point lié aux flux nets acheteurs des non-résidents, 0,5 point à un effet de changement dans la composition du CAC 40 et 0,7 point dû aux autres effets (principalement effets de valorisation).

Mots clés : marchés boursiers, investissements de portefeuille, taux de détention, non-résidents, CAC 40

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

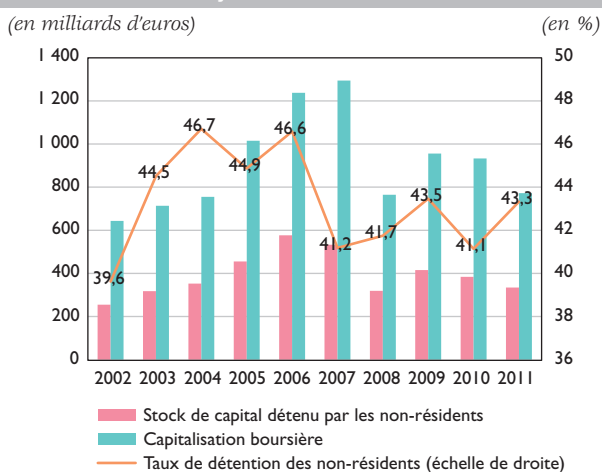
I | En 2011, la détention par les non-résidents des actions du CAC 40 s'inscrit dans la moyenne des dix dernières années

À la fin de l'année 2011, les non-résidents détenaient 334,6 milliards d'euros d'actions des trente-sept sociétés françaises¹ composant l'indice du CAC 40, sur une capitalisation boursière totale de 772,3 milliards d'euros.

Le taux de détention par les non-résidents des actions françaises du CAC 40 atteint 43,3 % en 2011, revenant à un niveau proche de celui de 2009 (43,5 %)². Il s'établissait à 41,1 % en 2010. En dépit de cette hausse, le taux de détention ne revient pas aux points hauts observés entre 2004 et 2006 (entre 45 % et 47 %). Il est égal au taux moyen observé de 2002 à 2011 (43,3 %, cf. graphique 1).

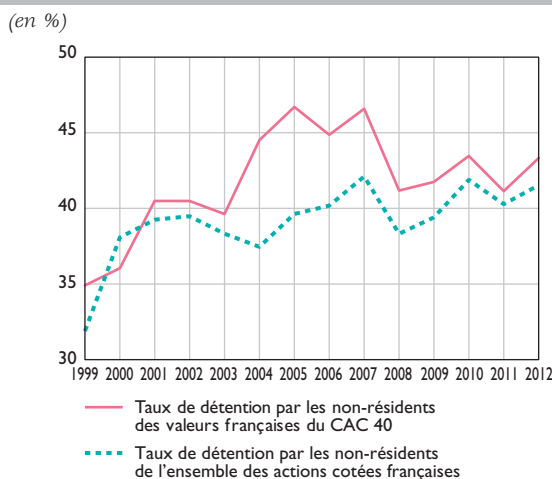
La majorité de la détention non résidente en actions du CAC 40 se compose d'investissements de portefeuille au sens de la balance des paiements, c'est-à-dire de détentions représentant moins de 10 % du total des actions de la société considérée. La part des investissements directs — correspondant

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



Sources : Banque de France, direction de la Balance des paiements – Euronext

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



Source : Banque de France, DBDP

aux prises de participation supérieures à ce seuil — dans le total de la détention non résidente diminue légèrement entre 2010 et 2011, passant de 8,1 % à 7,4 % des avoirs non résidents en actions du CAC 40, soit 24,9 milliards d'euros à la fin 2011.

Depuis 1998, le taux de détention des actions du CAC 40 par les non-résidents suit globalement une évolution similaire à celle du taux de détention par les non-résidents calculé sur l'ensemble des actions cotées françaises (cf. graphique 2). En niveau, ce taux, qui s'établit à 41,5 % à la fin 2011, est constamment et légèrement inférieur à celui du CAC 40 depuis l'an 2000. En 2011, l'écart entre les deux taux de détention s'est un peu élargi mais la différence reste faible (1,8 point de pourcentage en 2011). Dans le même temps, la part des actions du CAC 40 dans le total des actions cotées est restée stable, passant de 70,8 % à 70,1 %.

La part des non-résidents dans la détention du capital des sociétés résidentes du CAC 40 varie selon les entreprises (cf. tableau 1). Vingt d'entre elles présentent un taux de détention compris entre 25 % et 50 % de leur capital avec un taux de détention moyen de 38,1 %, treize d'entre elles se situent entre 50 % et 75 % (taux moyen de 58,4 %) et seules quatre d'entre elles ont un taux de détention par les non-résidents inférieur à 25 % (taux moyen de 17,4 %). Les taux

1 Trois sociétés du CAC 40 ont leur siège social établi à l'étranger : ArcelorMittal, EADS et ST Microelectronics.

2 Il s'agit pour 2009 et 2010 de chiffres révisés par rapport à la publication de l'an passé, cf. annexe 1.

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

(taux en %)

Part du capital détenue par des non-résidents	Nombre de sociétés investies			Taux moyen de détention par les non-résidents		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
de 0 à 25 %	2	3	4	12,8	10,7	17,4
de 25 à 50 %	19	21	20	38,5	37,4	38,1
plus de 50 %	15	13	13	59,1	57,3	58,4
Total	36	37	37	-	-	-

Source : Banque de France, DBDP

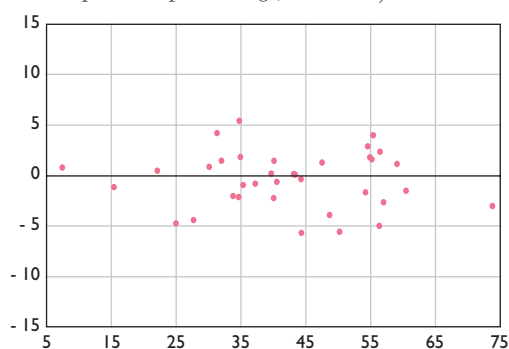
de détention par les non-résidents apparaissent plus faibles dans le cas des groupes ayant une part stable d'actionnariat (bloc familial ou concert d'actionnaires par exemple). Un taux de détention faible ne reflète pas nécessairement un manque d'appétence des non-résidents pour un titre plutôt qu'un autre.

Individuellement, en 2011, dix-neuf sociétés françaises du CAC 40 voient leur taux de détention par les non-résidents diminuer, tandis que les dix-huit restantes enregistrent un accroissement des non-résidents dans la détention de leur capital.

Exception faite d'une société fortement désinvestie par les non-résidents dans le cadre d'investissements directs, les variations relatives de détention par les non-résidents sont modérées, au plus de 6 points de capital (cf. graphique 3).

Graphique 3 Évolution entre 2010 et 2011 du taux de détention par les non-résidents selon le niveau du taux de détention à fin 2011

(évolution en points de pourcentage, taux en %)



Note : Les variations atypiques reflétant des restructurations ne sont pas reportées dans ce graphique.

Source : Banque de France, DBDP

2| Facteurs d'évolution

2|1 Les flux d'entrées de capitaux étrangers en 2011 sont le principal facteur de hausse du taux de détention des non-résidents

En 2011, les non-résidents ont acheté, en solde net, pour 14 milliards d'euros d'actions françaises du CAC 40. Dans le même temps, les résidents vendaient, toujours en solde net, 6,4 milliards d'euros d'actions du CAC 40. Contrairement à l'année précédente où les augmentations de capital des sociétés du CAC 40 avaient essentiellement été acquises par les résidents, en 2011, les émissions d'actions des sociétés du CAC 40 ont été souscrites par les non-résidents dans une proportion supérieure à leur part d'origine en détention (14 milliards d'achats pour 7,5 milliards de flux d'émissions nettes). Les principales augmentations de capital des sociétés du CAC 40 ont eu en effet pour corollaire une hausse de la détention par les non-résidents de ces mêmes sociétés. Cette situation est comparable à celle observée en 2009.

En 2011, les flux nets positifs d'achat des non-résidents ont induit une hausse de 1,0 point de leur taux de détention du CAC 40.

2|2 Les changements de composition du CAC 40 participent modérément de la hausse du taux de détention des non-résidents

En 2011, la composition du CAC 40 a été modifiée suite à l'entrée de Safran en remplacement de Natixis, et de Legrand en remplacement de Suez Environnement. Le nombre de sociétés résidentes composant le CAC 40 reste égal à 37 entre 2010 et 2011, alors qu'il n'était que de 36 en 2009.

Les sociétés qui sont entrées dans le CAC 40 en 2011 ont, en moyenne, un taux de détention par les non-résidents supérieur à celui des sociétés sortantes. De sorte que ce changement dans la composition du CAC 40 contribue à la hausse du taux de détention par les non-résidents à hauteur de 0,5 point de pourcentage.

2|3 Les variations du cours de la bourse ont également légèrement affecté l'évolution du taux de détention des non-résidents

En moyenne, les actions françaises du CAC 40 ont enregistré une baisse de 18 % de leur valeur entre décembre 2010 et 2011³. Seuls six titres sur trente-sept ont enregistré une hausse de leur valeur boursière en 2011.

La baisse des cours des titres sur lesquels la détention des non-résidents est la plus élevée a été plus faible que celle de l'indice d'ensemble. Cet effet a contribué à la hausse de 0,4 point du taux de détention moyen du CAC 40 par les non-résidents.

En 2010, cet effet prix avait joué en sens opposé, à hauteur de - 1,3 point, pour une variation globale du taux de détention de - 2,3 points.

3| Répartition des investissements des non-résidents selon le secteur d'activité de la société investie

En 2011, les entreprises les plus investies par les non-résidents sont celles de la santé (avec un taux de détention de 54,7 %), du pétrole, du gaz et des matériaux de base (50 %), et des services aux consommateurs (49 %).

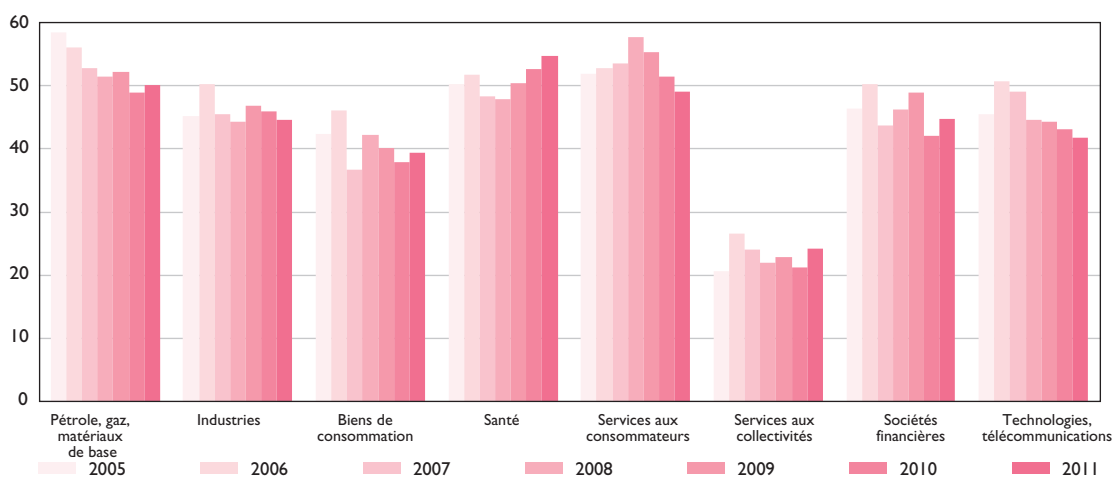
A contrario, le secteur des services aux collectivités reste, comme les années précédentes, peu investi par les non-résidents avec un taux de détention par les non-résidents de 24 %, en raison notamment de la place de l'État français dans le capital social des sociétés de ce secteur.

En 2011, pour la troisième année consécutive, le secteur de la santé poursuit sa progression auprès

Graphique 4 Taux de détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises du CAC 40 par secteur d'activité

Selon la classification ICB utilisée par Euronext

(en %)



Note : ICB = Industry Classification Benchmark

Source : Banque de France, DBDP

³ Moyenne pondérée par la capitalisation boursière individuelle à la fin 2010. Les prix utilisés sont corrigés des effets des événements enregistrés sur la période (division du nominal principalement).

des non-résidents, passant d'un taux de détention de 52,5 % à 54,7 %. Le secteur des services aux consommateurs, qui, de 2007 à 2009, était celui le plus investi par les non-résidents voit la part de ces derniers dans le capital de ces sociétés se replier en 2011, passant de 51,4 % à 49,0 %. Cette année, le secteur des services aux consommateurs se retrouve en termes de détention relative derrière les secteurs du pétrole, du gaz et des matériaux de base, tandis que ce dernier secteur voit son taux de détention progresser (+ 1,1 point). Les observations faites sur ces trois secteurs ne sont pas imputables à l'évolution de la composition du CAC 40 de cette année, mais à des flux nets importants.

En revanche, l'effet de composition favorise nettement la progression du taux de détention des sociétés du secteur financier, qui passe de 41,9 % à 44,6 % (+ 2,7 points), et s'explique principalement par la sortie de Natixis de l'indice CAC 40 en 2011.

Une vue d'ensemble sur la période 2005-2011 (cf. graphique 4) ne permet pas de dégager de tendance spécifique par secteur. Les variations du taux de détention d'une année sur l'autre résultent d'effets de composition et de valorisation du CAC 40, de la conjonction du calendrier d'émissions par les entreprises composant cet indice, d'éventuelles opérations de restructuration et de flux d'achats ou ventes par les non-résidents. Il est ainsi difficile de distinguer la part des aménagements de portefeuilles résultant des rééquilibrages sectoriels de celle guidée par une adaptation de la répartition entre la France et les autres pays.

4| Origine géographique des détenteurs du CAC 40

L'enquête annuelle du Fonds monétaire international (FMI) *Coordinated Portfolio Investment Survey* (CPIS)⁴ détaille la ventilation par pays de la détention de l'ensemble formé par les actions et les OPCVM français. Combinées aux taux de détention du CAC 40, les données du CPIS permettent d'évaluer la part

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

(en %)

	Taux de détention				
	à fin 2007	à fin 2008	à fin 2009	à fin 2010	à fin 2011 ^{a)}
Encours détenu par les non-résidents	41,2	41,7	43,5	41,1	43,3
dont : Zone euro	16,5	16,8	18,0	18,0	18,9
États-Unis	15,0	15,5	14,6	13,7	14,5
Royaume-Uni	3,1	2,8	2,9	1,8	1,9
Japon	1,2	1,3	1,5	1,3	1,4
Suisse	1,1	1,0	1,3	1,2	1,3
Canada	1,1	1,1	1,1	1,2	1,3

a) Projection en fonction des poids relatifs des non-résidents à fin 2010, en raison des délais de collecte qui ne permettent de disposer, au 1^{er} janvier 2012, que des données à fin 2010.

Sources : Banque de France, DBDP – FMI

des actions du CAC 40 détenues par pays ou zone géographique. On suppose pour cela que la répartition géographique de détention du CAC 40 est identique à celle observée sur les actions et titres d'OPCVM français détenus par les non-résidents.

En 2011, sur les 43,3 % d'actions françaises du CAC 40 détenues par les non-résidents, 18,9 % (contre 18,0 % en 2010) le sont par des pays de la zone euro. La zone euro représente donc un peu moins de la moitié de la détention étrangère, et ce pourcentage progresse depuis plusieurs années (cf. tableau 2). Viennent ensuite les États-Unis qui détiennent 14,5 % de ces titres (13,7 % en 2010) et le Royaume-Uni (1,9 %), dont la part, cependant, tend à décroître depuis 2008.

Sur l'ensemble des actions cotées françaises détenues par les non-résidents, la part détenue par les États-Unis, en constante progression de 2001 à 2008, s'est depuis légèrement tassée autour de 33 %. En revanche, cette proportion est en baisse constante concernant la détention britannique, qui est passée de 28 % en 2001 à 5 % à fin 2010.

Les autres principaux pays détenteurs des actions françaises du CAC 40 sont le Japon, la Suisse et le Canada. Leur part reste faible et stable à moins de 3 % de la capitalisation boursière totale du CAC 40.

4 L'enquête CPIS menée par le FMI fournit pour près de soixante-quinze pays leur position en investissements de portefeuille par type de titre (actions et OPCVM, titres de dette de court terme et de long terme) et par pays de contrepartie. Plusieurs pays d'Asie – dont la Chine – ou du Moyen-Orient – dont l'Arabie Saoudite – ne contribuent pas au CPIS. Une enquête spécifique est également menée, depuis 2010, sur les avoirs de réserves et les titres détenus par les organisations internationales. Les données et explications relatives au CPIS sont disponibles sur le site du FMI : <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>

Annexe I

Sources et méthodes

En 2011, suite à l'entrée de Safran et Legrand dans le CAC 40 en remplacement respectivement de Natixis et de Suez Environnement, le périmètre des valeurs résidentes constituant le CAC 40 s'établit comme suit :

Liste des 37 sociétés françaises constituant le CAC 40 au 31 décembre 2011

Accor	Carrefour	Lafarge	Renault	Unibail-Rodamco
Air Liquide	Crédit agricole	Legrand	Safran	Vallourec
Alcatel-Lucent	Danone	LVMH	Saint Gobain	Veolia environnement
Alstom	EDF	Michelin	Sanofi-Aventis	Vinci
AXA	Essilor international	Pernod Ricard	Schneider Electric	Vivendi
BNP Paribas	France Télécom	Peugeot	Société Générale	
Bouygues	GDF Suez	PPR	Technip	
Cap Gemini	L'Oréal	Publicis groupe	Total	

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

Source : Euronext

Les statistiques de détention de titres à la Banque de France

Depuis la fin 2007, la source principale utilisée pour le suivi des détentions est la collecte titre par titre réalisée chaque trimestre par la direction générale des Statistiques auprès des teneurs de compte conservateurs résidents (dispositif PROTIDE). Ceux-ci déclarent titre par titre les positions de leur clientèle tant résidente que non résidente relevant des investissements de portefeuille, en excluant les avoirs des autres teneurs de compte conservateurs résidents afin d'éviter les doubles comptes. En revanche, dans les positions de la clientèle non résidente, on peut trouver des positions globales d'intermédiaires, eux-mêmes teneurs de comptes conservateurs, sans que les informations collectées permettent d'identifier les détenteurs finaux.

La collecte PROTIDE couvre également les actions émises au nominatif pur et administrées par des intermédiaires. Elle est complétée par une enquête *ad hoc* pour le nominatif pur non administré.

La collecte PROTIDE ne couvre pas les avoirs de la clientèle gérés à l'étranger par les résidents comme les non-résidents par des établissements localisés hors de France. Le cas échéant, des transferts peuvent être constatés comme au début de 2007, où il a été observé des départs à l'étranger de la conservation de positions de non-résidents s'élevant à 69,6 milliards d'euros, soit 5 % de la capitalisation totale des sociétés françaises du CAC 40.

La représentativité des taux de détention doit donc s'apprécier en rapprochant du total des placements recensés les encours émis. Le rapport des encours collectés sur la capitalisation a diminué de 92,6 % à 90,3 % entre la publication de l'an dernier et cette dernière version.

Révision des données

À l'occasion de la publication annuelle du *Rapport de la balance des paiements* par la Banque de France ¹, des révisions sont apportées sur les avoirs et engagements français des trois dernières années. Les chiffres publiés dans cet article en cohérence avec cette publication tiennent compte de ces corrections.

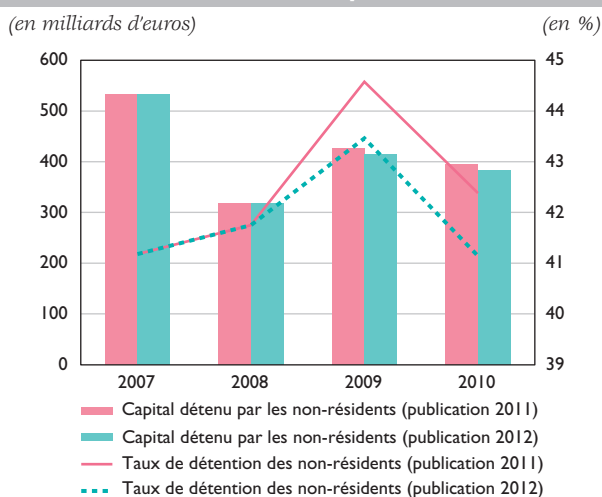
Les révisions sur les détentions de titres proviennent de compléments de collecte auprès des conservateurs, d'intégration de nouveaux investissements directs ou encore de corrections quant à la valorisation de certains titres. En revanche, les données de capitalisations boursières, établies par Euronext,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

Il résulte de ces révisions une baisse de la détention des non-résidents sur les actions du CAC 40 en 2009 et 2010 par rapport aux données publiées l'an passé. Les avoirs des non-résidents en actions françaises du CAC 40 passent de 426,1 à 415,4 milliards d'euros en 2009 (– 2,5 %) et de 395,5 à 383,9 milliards d'euros en 2010 (– 2,9 %).

De fait, le taux de détention des actions françaises du CAC 40 par les non-résidents évalué dans la précédente publication à 44,6 % en 2009 et à 42,4 % en 2010 est estimé aujourd'hui à 43,5 % en 2009 et à 41,1 % en 2010.

Ces révisions n'affectent toutefois pas l'évolution globale du taux de détention observée sur ces deux années (hausse entre 2008 et 2009 et baisse entre 2009 et 2010).

Impact des révisions annuelles sur la détention du CAC 40 par les non-résidents



Données sur la détention du CAC 40 publiées en 2011 et en 2012

(en milliards d'euros et en %)

	Publication de 2011		Publication de 2012	
	2009	2010	2009	2010
Capital détenu par les non-résidents	426,1	395,5	415,4	383,9
Capitalisation boursière	955,8	933,2	955,8	933,2
Taux de détention par les non-résidents	44,6	42,4	43,5	41,1

Source : Banque de France, DBDP

¹ « La balance des paiements et la position extérieure de la France », disponible sur le site de la Banque de France : <http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/balance-des-paiements-et-economie-internationale/la-balance-des-paiements/la-balance-des-paiements-et-la-position-exterieure-de-la-france.html>

Annexe 2

Calculs relatifs aux contributions des effets résultant de la variation de la composition du CAC 40, des prix et des flux

Les principales notations utilisées dans cette annexe sont les suivantes :

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

Articulation composition/flux/stocks/valorisation

(en milliards d'euros)

	Stock 2010	Changement dans la composition de l'indice CAC	Flux nets des non-résidents en 2011	Stock 2011
	$S_{10}^{(10)}$	$+ CS_{11}^{(10)}$	$+ F_{NR,11}^{(10)}$	$= S_{11}^{(10)}$
Évolution du stock hors variation de prix en 2011	383,9	+ 6,3	+ 14,0	= 404,2
	$V_{S_{10}}^{(10)}$	$V_{CS_{11}}^{(10)}$	$V_{F_{NR,11}}^{(10)}$	= Somme 1 ^(v)
Variation des prix en 2011	- 69,5	- 0,1	0,0	= - 69,6
	$S_{10}^{(11)}$	$+ CS_{11}^{(11)}$	$+ F_{NR,11}^{(11)}$	$= S_{11}^{(11)}$
Évolution du stock avec les variations de prix en 2011	314,4	+ 6,2	+ 14,0	= 334,6

	Capitalisation 2010	Changement dans la composition de l'indice CAC	Flux nets des résidents en 2011	Flux nets des non-résidents en 2011	Capitalisation 2011
	$C_{10}^{(10)}$	$+ CC_{11}^{(10)}$	$+ F_{R,11}^{(10)}$	$+ F_{NR,11}^{(10)}$	$= C_{11}^{(10)}$
Évolution de la capitalisation hors variation de prix en 2011	933,2	+ 1,3	- 6,4	+ 14,0	= 942,1
	$V_{C_{10}}^{(10)}$	$V_{CC_{11}}^{(10)}$	$V_{F_{R,11}}^{(10)}$	$V_{F_{NR,11}}^{(10)}$	= Somme 2 ^(v)
Variation des prix en 2011	- 173,1	+ 4,9	- 1,5	0,0	= - 169,8
	$C_{10}^{(11)}$	$+ CC_{11}^{(11)}$	$+ F_{R,11}^{(11)}$	$+ F_{NR,11}^{(11)}$	$= C_{11}^{(11)}$
Évolution de la capitalisation avec les variations de prix en 2011	760,1	+ 6,2	- 7,9	+ 14,0	= 772,3

Mesure des effets de changement de composition de l'indice, de prix et de flux sur le taux de détention par les non-résidents

(taux en %)

Composition de l'indice	Prix	Flux des NR	Formule de calcul du taux de détention	Taux	
Composition constante	Prix courants	Avec flux des NR	$[S_{10}^{(11)} + F_{NR,11}^{(11)}] / [C_{10}^{(11)} + F_{R,11}^{(11)} + F_{NR,11}^{(11)}]$	42,8	T1
Composition modifiée	Prix constants	Avec flux des NR	$S_{11}^{(10)} / C_{11}^{(10)}$	42,9	T2
Composition modifiée	Prix courants	Hors flux des NR	$[S_{10}^{(11)} + CS_{11}^{(11)}] / [C_{10}^{(11)} + CC_{11}^{(11)} + F_{R,11}^{(11)}]$	42,3	T3
Composition modifiée	Prix courants	Avec flux des NR	$S_{11}^{(11)} / C_{11}^{(11)}$	43,3	T4

Les effets du changement dans la composition de l'indice CAC 40 sur l'évolution du taux de détention sont évalués par différence entre T4 et T1, soit + 0,5 point.

Les effets de prix sur l'évolution du taux de détention sont mesurés par différence entre T4 et T2, soit + 0,4 point.

Les effets des flux des non-résidents sur l'évolution du taux de détention sont mesurés par différentiel entre T4 et T3, soit + 1,0 point.

Les effets de volume, liés aux émissions nettes hors flux des non-résidents, combinés avec les effets de structure, résultant des taux de détention initiaux, sont estimés par solde à + 0,3 point.

Les PME en France en 2011 : malgré une activité bien orientée, la rentabilité stagne et les structures financières demeurent hétérogènes

Jean-Luc CAYSSIALS et François SERVANT

Direction des Entreprises

Observatoire des entreprises

Le redémarrage de l'activité se confirme en 2011, même si la fin d'année marque les prémices d'une inflexion. Tous les secteurs bénéficient de cette reprise. Le chiffre d'affaires total progresse de 8,5 %, soutenu par une hausse de 15,5 % des exportations. Celles-ci rebondissent significativement dans le commerce (qui contribue pour près de la moitié au chiffre d'affaires des petites et moyennes entreprises – PME) et l'industrie (secteur qui réalise un cinquième du chiffre d'affaires des PME).

Le taux de marge progresse légèrement ; à 22,3 %, il demeure proche de sa moyenne des quinze dernières années. Les rentabilités économique et financière sont en revanche stables. La rentabilité financière est négative pour une PME sur cinq.

Le taux d'épargne se replie à 12,4 % ; il est inférieur à 5 % pour une PME sur quatre. Il est pénalisé par l'augmentation des dividendes versés, consécutive à la hausse des résultats en 2010.

Corrélat au dynamisme de leur activité, le besoin de financement des PME progresse en 2011. Leur besoin en fonds de roulement s'accroît, sous l'effet notamment de la reconstitution des stocks. Les délais de paiement se réduisent marginalement. L'investissement cesse de se dégrader ; il progresse, légèrement pour l'ensemble des PME (+ 1 %), plus significativement pour les seules petites et moyennes industries – PMI (+ 4,5 %). La trésorerie nette se stabilise à un niveau moyen élevé (20 % du bilan), mais elle est presque nulle pour une PME sur dix.

Les capitaux propres des PME se renforcent à nouveau, mais un peu moins qu'en 2010, tandis que l'endettement progresse peu. La structure financière des PME reste toutefois caractérisée par l'hétérogénéité des situations individuelles. Au sein des PME, les très petites entreprises (TPE) disposent globalement de capitaux propres ajustés au volume des crédits bancaires souscrits, même si certaines d'entre elles présentent des taux d'endettement élevés.

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

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

I | L'activité des PME se renforce en 2011, malgré un climat économique moins porteur à partir de l'été

III | Soutenu par l'exportation, le chiffre d'affaires des PME progresse davantage qu'en 2010

En 2011, les PME bénéficient des effets positifs de la reprise amorcée au milieu de l'année 2010. Avec un chiffre d'affaires en croissance annuelle de 8,5 %, contre + 3,5 % un an plus tôt, le redémarrage du cycle d'activité s'intensifie même nettement (cf. tableau 1). La dynamique de croissance au premier semestre 2011 est en partie renforcée par un effet de base : les états financiers clos durant cette période sont en effet comparés à des états antérieurs, arrêtés au plus tard le 30 juin 2010, qui étaient sensiblement affectés par la récession de 2009¹ (cf. graphique 1). Cet effet joue à plein pour les entreprises dont les résultats sont arrêtés au second trimestre : leur chiffre d'affaires

augmente de 12 % pour 2011, une progression calculée au regard de niveaux d'activité fortement détériorés par la crise entre le troisième trimestre 2009 et le second trimestre 2010.

À partir du troisième trimestre 2011, l'effet de base s'atténue progressivement, même si le chiffre d'affaires des entreprises clôturant leurs comptes en fin d'année progresse toujours en termes annuels (respectivement + 7,4 % et + 8,4 % pour les comptes clos au cours des troisième et quatrième trimestres 2011).

L'embellie bénéficie à toutes les catégories de PME, quel que soit leur profil juridique ou leur secteur d'activité. Les PME filiales de sociétés étrangères et celles de l'industrie manufacturière, particulièrement affectées par la récession de 2009, sont aussi celles qui affichent désormais les taux de croissance les plus élevés (respectivement + 10,4 % et + 9,9 %).

Dans la construction, l'activité reprend également, avec un différé d'un an par rapport aux autres secteurs. Le rebond des mises en chantier de logements neufs, avec, en particulier, l'accélération ou le lancement de dernières vagues de programmes immobiliers éligibles

Tableau I L'activité des PME (2009-2011)

(répartition et variation annuelle en %)

	Répartition du chiffre d'affaires	Répartition du CA à l'exportation	Variation annuelle du chiffre d'affaires			Variation annuelle du chiffre d'affaires à l'export		
	2011	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
PME mono-unité légale	42,2	31,4	- 4,5	3,0	8,4	- 9,6	11,7	17,0
PME multi-unités légales	47,4	41,8	- 5,2	3,2	8,1	- 11,8	10,2	16,4
PME étrangères	10,5	26,8	- 9,8	6,1	10,4	- 14,5	10,7	12,3
Ensemble des PME	100,0	100,0	- 5,4	3,5	8,5	- 11,9	10,8	15,5
Dont principaux secteurs :								
Industrie manufacturière	19,8	37,3	- 9,9	4,0	9,9	- 15,3	10,6	13,5
Construction	12,4	1,2	- 3,5	- 0,5	7,6	- 5,1	3,8	25,1
Commerce	48,4	41,8	- 4,8	3,0	8,3	- 10,4	10,5	18,2
Transports et entreposage	4,0	5,3	- 7,4	6,1	7,7	- 15,3	15,8	10,2
Soutien aux entreprises	6,7	7,6	- 3,5	5,1	8,8	- 3,3	3,1	13,1

Champ : PME non financières telles que les définit la loi de modernisation de l'économie (LME)

Notes de lecture : Les variations sont calculées sur un échantillon de PME dont les bilans sont présents dans FIBEN pour deux exercices consécutifs (population cylindrée). Les entrées et sorties de l'échantillon dues à des absorptions, des défaillances ou des créations ne sont 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 pour l'année n (on retient donc la taille et le secteur de 2010 lorsqu'on compare 2011 à 2010, et celle de 2009 lorsqu'on compare 2010 à 2009).

Pour plus de détails sur la base FIBEN et la définition des tailles d'entreprises selon les critères de la LME, cf. annexes 1 et 2

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

¹ L'échantillon sous revue est constitué de bilans dont la clôture s'échelonne tout au long de l'année. Quatre groupes d'entreprises sont ainsi comparés ; chacun d'entre eux comprend les entreprises dont les comptes sociaux sont arrêtés au cours d'un même trimestre.

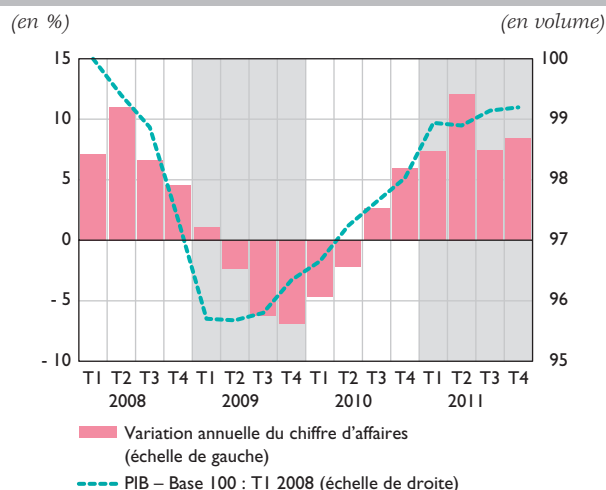
aux mesures de défiscalisation, a nettement contribué à soutenir l'activité des PME du secteur ².

L'activité générale des PME trouve une autre forme de soutien dans le dynamisme de leurs exportations. Après avoir augmenté de 10,8 % en 2010, le chiffre d'affaires à l'exportation progresse en effet désormais de 15,5 % (cf. tableau 1). Ces transactions sont réalisées pour plus des trois quarts par les PME de l'industrie manufacturière et du commerce, deux secteurs bénéficiant d'une demande extérieure soutenue ³.

Avec une croissance des ventes à l'exportation supérieure à celle de leur chiffre d'affaires total, les PME améliorent leur taux d'exportation (cf. graphique 2). Compte-tenu des données actuellement disponibles, celui-ci ressort en 2011 à 10,2 % pour l'ensemble des PME et à 19,3 % pour les PME de l'industrie (PMI), contre respectivement 9,8 % et 19,1 % un an plus tôt. Dans le cas des PMI, il a retrouvé le niveau atteint en 2007-2008 (19,2 % en 2007).

Pour la première fois depuis quinze ans, la proportion d'entreprises exportatrices dans la population suivie dans FIBEN se renforce. Elles représentent 30 %

Graphique 1 PIB en volume et variation du chiffre d'affaires des PME par trimestre d'arrêté (2008-2011)



Champ : PME non financières au sens de la LME, ayant remis leur bilan en 2010 et 2011

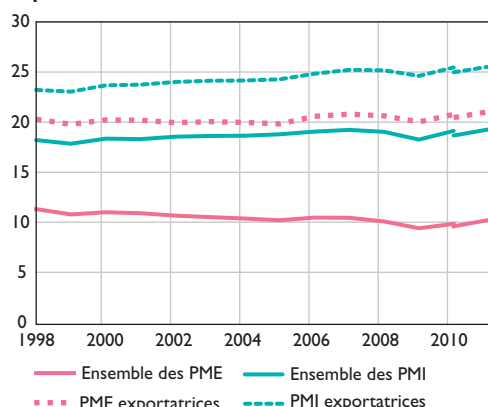
Note de lecture : Volumes du PIB (produit intérieur brut total) aux prix de l'année précédente chaînés cvs-cjo

Source : Banque de France, direction des Entreprises - Base FIBEN, juillet 2012 pour les variations de chiffre d'affaires ; Insee pour le PIB

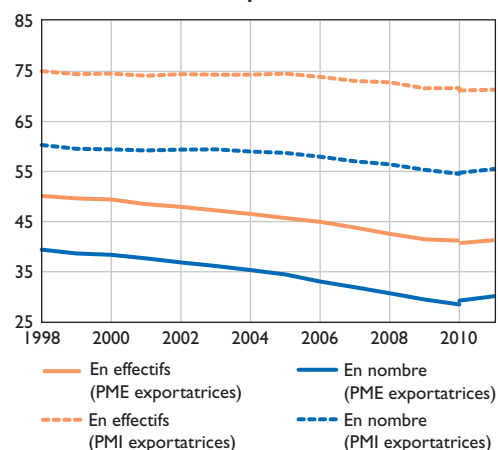
Graphique 2 L'activité à l'exportation des PME et des PMI (1998-2011)

(en %)

Taux d'exportation



Poids des PME et des PMI exportatrices



Champ : PME non financières au sens de la LME

Note de lecture : Les bilans n'étant pas tous disponibles pour 2011, les taux calculés pour les années 2010 et 2011 se basent sur un échantillon constitué par les entreprises présentes les deux années. Ceci explique la rupture avant les deux derniers points de chaque série.

Source : Banque de France, direction des Entreprises - Base FIBEN, juillet 2012

² Le ministère du Logement évalue à 421 000 le nombre de logements commencés en 2011, en augmentation de près de 21 % par rapport à 2010. Le secteur le plus dynamique est celui du logement collectif (+ 34 %).

³ Cette proportion est plutôt stable dans le temps : en 2001, 40,8 % du chiffre d'affaires à l'exportation des PME était réalisé par des entreprises de l'industrie manufacturière et 40,4 % par des entreprises du commerce (à comparer aux chiffres cités pour 2011 dans le tableau 1 : 37,3 % et 41,8 %).

des entreprises dans le cas des PME et plus de 55 % dans celui des PMI. Dans le même temps, elles emploient, en 2011, 40 % des effectifs de l'ensemble des PME, dont elles représentent moins d'un tiers en nombre. Dans l'industrie, l'écart entre le poids des PME dans les exportations en effectifs (plus de 70 %) et en nombre (environ 55 %) dépasse 15 points.

Ce regain de présence sur les marchés étrangers, bien restitué par les comptes des entreprises, doit cependant être relativisé, à la lumière de trois éléments complémentaires :

- l'érosion tendancielle et manifeste du nombre des petites entreprises actives sur les marchés extérieurs par rapport à la fin des années quatre-vingt-dix ; 40 % des PME et 60 % des PMI déclaraient alors une activité exportatrice, soit un retrait de 5 à 10 points en une quinzaine d'années.
- le biais de mesure dans le dénombrement des PME exportatrices, dû à l'absence des unités les plus petites — beaucoup moins présentes à l'international — dans l'échantillon FIBEN ; la prise en compte de données complémentaires portant spécifiquement sur de très petites entreprises (TPE) conduit à reconsidérer à la baisse la proportion d'unités exportatrices (sur cette nouvelle base de mesure, moins de 13 % des PME déclarent alors une activité exportatrice en 2010 — cf. annexe 3)⁴ ;
- la part plus modérée que représente le chiffre d'affaires à l'exportation des PME dans le total de leurs ventes ; comme indiqué précédemment, leur taux d'exportation se situe aux alentours de 10 %.

Au plan individuel, l'examen de la population des PME connues dans FIBEN et présentes sur les marchés extérieurs en 2011 vient renforcer ces réserves. En effet, parmi les petites entreprises exportatrices en 2011, une sur six déclare n'avoir réalisé aucun chiffre d'affaires vis-à-vis de clients non résidents en 2010⁵. Nombre de ces sociétés peuvent ainsi avoir profité de la reprise mondiale de 2010-2011, emportant des nouveaux contrats à la faveur d'un sursaut d'appels d'offres émis par les

entreprises étrangères (celles-ci reconstituant par exemple leurs stocks). Aucun élément quantitatif ne permet cependant d'avancer qu'à l'expiration de ces contrats, les PME françaises resteront durablement engagées à l'international (en particulier en cas de nouveau « trou d'air » sur les marchés extérieurs).

I | 2 La hausse des charges de production limite la création de valeur ajoutée

Supérieure de deux points en moyenne à la croissance du chiffre d'affaires, la hausse des consommations intermédiaires limite à 6 % le supplément de valeur ajoutée créée par les PME en 2011 (cf. tableau 2).

Deux facteurs concourent à minorer la richesse créée par les PME en 2011. D'une part, la croissance des consommations intermédiaires est alimentée en volume par l'intensification du cycle productif, dans une période de reprise économique graduelle. D'autre part, dans les secteurs très consommateurs en matières premières, le renchérissement des coûts d'achat unitaires sur certains produits bruts affecte directement les coûts de production. Aussi les secteurs de l'industrie manufacturière et du transport connaissent-ils sur la première partie de l'année 2011 des hausses de prix sur les produits pétroliers, agro-industriels ou miniers.

Parallèlement, les PME supportent un alourdissement de leurs charges de personnel sensiblement plus fort qu'en 2010 (cf. tableau 3). En 2011, leurs effectifs permanents progressent de 4 %, après une année de stagnation, tandis que le coût du travail, charges comprises, se renchérit de 3,6 % sur l'ensemble de l'année (+ 2,8 % hors charges). Les charges de personnel extérieur s'accroissent plus encore, sous l'effet du recours accru au travail intérimaire, en particulier dans l'industrie et le transport. Tous secteurs confondus, les dépenses de personnel extérieur, qui avaient déjà nettement redémarré en 2010 (+ 8,3 %) progressent de près de 19 % en 2011. Elles représentent désormais 6 % de l'ensemble des charges de personnel des PME (près de 11 % dans la construction).

⁴ Le taux d'exportation moyen calculé précédemment est toutefois peu affecté par cet élargissement de la base de calcul : si nombre de PME-TPE exportatrices ne sont pas répertoriées dans la base FIBEN, celle-ci retrace bien l'essentiel de l'activité exportatrice globale des PME.

⁵ La proportion est plus faible dans l'industrie manufacturière (une sur dix), mais elle n'en reste pas moins significative.

Tableau 2 Les consommations intermédiaires et la valeur ajoutée (2009-2011)

(en %)

	Répartition de la valeur ajoutée	Variation annuelle								
		Achats de marchandises et matières premières			Autres charges externes			Valeur ajoutée		
		2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010
PME mono-unité légale	43,3	- 6,5	3,0	10,6	- 3,9	3,9	7,5	- 2,5	2,6	5,6
PME multi-unités légales	47,7	- 6,6	2,6	9,7	- 4,5	4,5	8,5	- 4,6	3,6	5,9
PME étrangères	9,0	- 13,0	7,7	13,0	- 7,8	4,5	7,7	- 7,0	5,3	8,5
Ensemble des PME	100	- 7,3	3,4	10,4	- 4,6	4,2	8,0	- 3,9	3,3	6,0
Dont principaux secteurs :										
Industrie manufacturière	23,5	- 13,2	5,9	14,1	- 7,6	4,0	8,7	- 9,4	3,4	6,7
Construction	16,5	- 6,0	0,0	9,7	- 5,2	0,8	11,1	- 2,9	- 1,8	4,4
Commerce	28,3	- 5,7	2,7	9,4	- 1,6	4,3	5,7	- 2,9	3,4	5,6
Transports et entreposage	5,4	- 16,6	11,1	19,5	- 9,1	7,8	7,4	- 2,5	2,8	4,9
Soutien aux entreprises	11,5	- 4,7	3,1	15,4	- 4,8	5,5	9,2	- 2,2	5,2	7,1

Champ : PME non financières au sens de la LME, ayant remis leur bilan en 2010 et 2011

Note de lecture : Cf. tableau 1

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

Les impôts à la production augmentent enfin de 1,5 % en 2011, après avoir nettement reculé à l'issue de la réforme de la taxe professionnelle de 2010 (mise en place de la contribution économique territoriale).

Au total, l'ensemble des charges de personnel et de l'impôt sur la production représente un peu plus de 77 % de la valeur ajoutée des PME et 79 % de celle des PMI. Grâce à la hausse de la valeur ajoutée, ce poids diminue pour la deuxième année consécutive (- 0,5 point), revenant à son niveau d'avant-crise. Il reste proche de sa moyenne des quinze dernières années.

1 | 3 Le taux de marge des PME ne retrouve pas son niveau d'avant la crise

L'excédent brut d'exploitation (EBE) augmente de 7,5 %, les charges de personnel (en particulier les impôts liés à la production) progressant moins rapidement que la valeur ajoutée.

Le taux de marge, calculé en rapportant l'EBE à la valeur ajoutée, augmente pour sa part de 0,3 point en 2011 pour atteindre 22,3 %, soit un niveau proche de la

Tableau 3 Les effectifs et les charges de personnel (2009-2011)

(en %)

	Répartition des charges de personnel	Variation annuelle											
		Effectifs permanents			Charges de personnel			... dont charges de personnel extérieur			Excédent brut d'exploitation		
		2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010
PME mono-unité légale	43,9	0,7	2,7	4,5	0,4	3,1	5,6	- 10,7	6,9	19,6	- 12,8	4,8	6,5
PME multi-unités légales	47,3	- 0,6	1,0	3,5	- 0,5	2,8	5,7	- 12,5	8,6	17,1	- 17,7	10,4	6,7
PME étrangères	8,8	- 1,9	0,7	4,0	- 2,2	3,3	6,1	- 22,8	11,4	28,5	- 24,0	15,4	18,8
Ensemble des PME	100,0	- 0,1	1,7	4,0	- 0,3	3,0	5,7	- 12,8	8,3	18,9	- 16,1	8,3	7,5
Dont principaux secteurs :													
Industrie manufacturière	24,0	- 2,7	- 0,6	2,4	- 3,5	2,1	6,0	- 24,6	14,7	25,5	- 29,7	15,0	10,6
Construction	18,1	1,0	0,7	3,2	0,3	1,4	5,3	- 9,7	0,9	14,1	- 15,5	- 11,4	1,5
Commerce	27,0	0,2	1,4	3,4	1,0	2,6	4,5	- 3,2	6,3	17,6	- 14,5	9,1	9,0
Transports et entreposage	5,6	- 0,3	3,1	5,1	- 1,1	4,5	6,4	- 9,9	18,9	23,5	- 8,1	2,8	3,6
Soutien aux entreprises	12,3	1,1	5,4	8,3	0,7	4,8	7,1	- 8,4	11,4	17,4	- 15,8	11,6	6,6

Champ : PME non financières au sens de la LME, ayant remis leur bilan en 2010 et 2011

Note de lecture : Cf. tableau 1

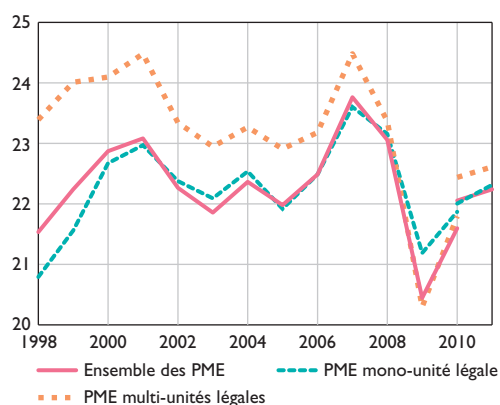
Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

Graphique 3 Le taux de marge des PME (1998-2011)

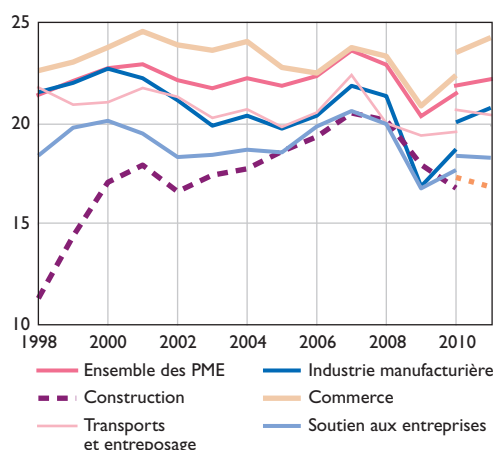
Excédent brut d'exploitation sur valeur ajoutée

(en %)

Par taille



Par secteur



Champ : PME non financières définies au sens de la LME

Note de lecture : Cf. graphique 2

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

moyenne de long terme (cf. graphique 3). Ce taux avait fortement reculé avec la crise ; mais après être descendu à 20,4 % en 2009, il a par la suite bénéficié de la reprise et des effets positifs induits par la réforme de la taxe professionnelle. Cependant, l'amélioration observée au cours des douze derniers mois ne permet pas aux PME de retrouver les taux de marge qu'elles dégageaient en 2007 (23,8 %). Dans l'industrie manufacturière, leur taux de marge atteint à peine 21 %, l'un des plus faibles mesurés depuis 1996 hors période de crise. Dans la construction il passe même sous les 17 %.

2| Une profitabilité stable en phase de reprise fragilise le taux d'épargne des PME

2| I La rentabilité économique marque le pas en fin d'année

L'évolution récente des ratios de rentabilité donne un aperçu plus détaillé de la difficulté des PME à restaurer

leurs niveaux de profitabilité antérieurs. L'excédent net d'exploitation⁶ (ENE) augmentant au même rythme que le chiffre d'affaires, le taux de marge opérationnelle reste inchangé à 4,3 %⁷. L'ENE progresse dans les mêmes proportions que le capital d'exploitation mis en œuvre⁸, si bien que la rentabilité économique nette⁹ des PME varie peu (cf. graphique 4). À 9,4 %, elle reste en 2011 dans la moyenne des quinze dernières années, mais se situe plus d'un point et demi en dessous de son niveau de 2007.

Les écarts de rentabilité d'un secteur à l'autre sont importants : limitée dans les PME des transports et de l'industrie manufacturière (respectivement 5,3 % et 7,3 % en 2011), la rentabilité économique nette apparaît sensiblement plus élevée dans le soutien aux entreprises, la construction et le commerce — des secteurs dans lesquels elle est supérieure à 10 % et dont la moindre intensité capitalistique favorise la rentabilité des actifs d'exploitation. Les PME de la construction et du soutien aux entreprises subissent pour leur part depuis cinq ans un affaiblissement constant de leur rentabilité, conséquence du recul ininterrompu de leur taux de marge. Ce mouvement ne parvient pas à s'inverser en 2011.

⁶ L'excédent net d'exploitation s'obtient en diminuant l'excédent brut d'exploitation des dotations aux amortissements et provisions d'exploitation (elles-mêmes nettes des reprises).

⁷ Le taux de marge opérationnelle est défini par le rapport Excédent net d'exploitation/Chiffre d'affaires. Les comparaisons européennes issues de la base de données BACH mettent en évidence pour 2010 un redressement beaucoup plus marqué du taux de marge opérationnelle des PME allemandes, notamment dans l'industrie manufacturière ; ce redressement devrait s'accroître pour l'exercice 2011 (cf. Bulletin de la Banque de France n° 188).

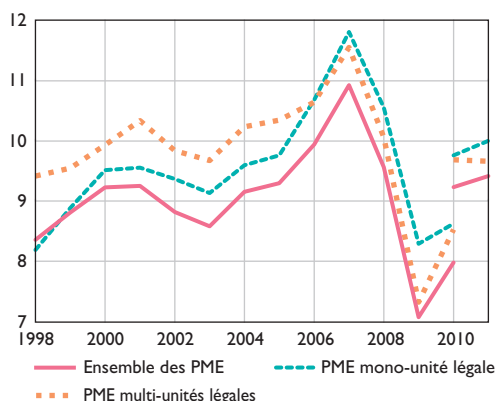
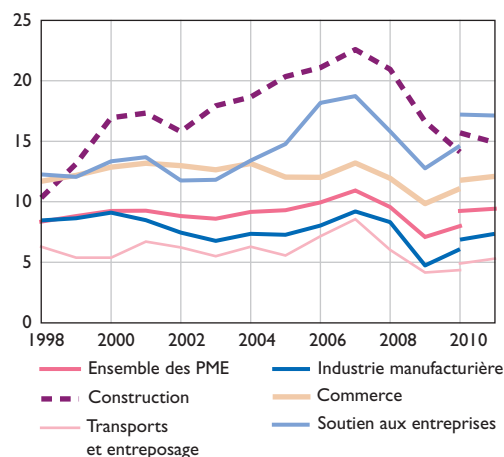
⁸ Le capital d'exploitation est la somme des immobilisations d'exploitation et du besoin en fonds de roulement d'exploitation.

⁹ La rentabilité économique nette = ENE/capital d'exploitation

Graphique 4 La rentabilité économique nette des PME (1998-2011)

Excédent net d'exploitation sur capital d'exploitation

(en %)

Par taille**Par secteur**

Champ : PME non financières au sens de la LME

Note de lecture : Cf. graphique 2

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

2 | 2 Une PME sur cinq présente en 2011 une rentabilité financière négative

Le produit des opérations hors exploitation des PME, constitué pour l'essentiel des produits financiers, est stable. Parallèlement, les charges financières progressent (+ 3,8 %). Cet alourdissement se produit dans un contexte de croissance modérée de l'endettement des PME et des taux d'intérêt sur les crédits qui leur sont octroyés.

L'impact de la progression des charges financières est toutefois compensé par leur poids limité dans l'EBE (autour de 11,5 %, soit l'un de ses plus bas niveaux mesurés depuis 1996), si bien que la capacité d'autofinancement (CAF)¹⁰ des PME s'accroît de 5,4 %. La CAF marque pourtant le pas dans deux secteurs, l'immobilier et le soutien aux entreprises, confrontés à un recul de leurs résultats hors exploitation.

Après déduction des dotations nettes aux provisions et amortissements, elles-mêmes en hausse, la capacité

nette d'autofinancement des PME progresse de 3,6 % (elle représente 3,2 % du chiffre d'affaires).

Mesurée en rapportant la CAF nette à des capitaux propres en hausse de près de 6 % (voir *infra*), la rentabilité financière nette des PME avoisine les 10 % en 2011 (cf. graphique 5). Dans les transports, son niveau demeure plus faible que la moyenne mais se renforce pour se situer à 7,5 %. Il baisse en revanche dans les secteurs de la construction et du soutien aux entreprises pour converger vers la moyenne de l'ensemble des PME. Dans l'industrie manufacturière, il est proche de cette moyenne (à 9 %, soit une progression de 0,3 point par rapport à 2010).

Ces niveaux de rentabilité masquent de fortes disparités. Une PME sur cinq présente ainsi une rentabilité financière nette négative en 2011 tandis que dans un cas sur quatre, celle-ci ne dépasse pas 3,7 %. Ces proportions sont certes plus faibles qu'en 2010, mais elles traduisent toujours une dégradation par rapport à la situation prévalant avant la crise¹¹.

¹⁰ Capacité d'autofinancement (flux potentiel de trésorerie) = excédent brut d'exploitation + revenus des opérations hors exploitation - intérêts et charges assimilés (y compris la quote-part des frais financiers des loyers de crédit-bail) - participation des salariés - impôt sur les bénéfices

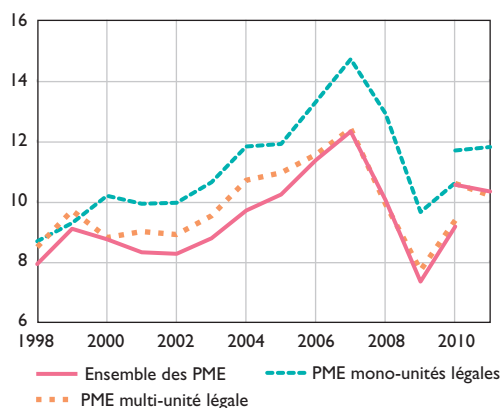
¹¹ En 2007, 18 % des PME affichaient une rentabilité négative. Le niveau de rentabilité délimitant le premier quartile des PME se situait à 5,4 %. Pour l'année 2011, la prise en compte des bilans tardifs, incluant une proportion plus élevée d'entreprises en difficulté (cf. tableau en fin d'annexe 2), peut conduire à majorer pour l'instant les taux de rentabilité présentés.

Graphique 5 La rentabilité financière nette des PME (1998-2011)

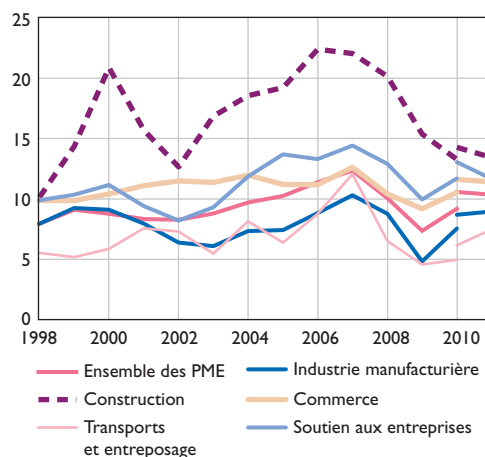
Capacité nette d'autofinancement sur capitaux propres

(en %)

Par taille



Par secteur



Champ : PME non financières au sens de la LME

Note de lecture : Cf. graphique 2

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

2 | 3 Le taux d'épargne des PME ressort à 12 % en moyenne, avec de grandes disparités

L'augmentation de la capacité d'autofinancement (+ 5,4 %) est insuffisante pour faire progresser l'autofinancement¹² de sorte que celui-ci stagne en 2011 (+ 0,1 %, après + 10,5 % en 2010).

- La capacité d'autofinancement est freinée :
 - d'une part, comme indiqué plus haut, les revenus financiers sont stables tandis que les charges financières des PME augmentent ;
 - d'autre part, les charges de personnel et les prélèvements de l'État s'accroissent au même rythme que l'ensemble des revenus, de sorte que leur poids dans le revenu global ne s'allège pas (respectivement 68,6 % et 8,3 %).
- L'autofinancement est pour sa part limité par les versements aux actionnaires et associés qui augmentent de 15,3 %, en relation avec la croissance des résultats en 2010. Ces versements concernent moins de la moitié des PME, mais ils pèsent suffisamment pour interrompre la progression de l'autofinancement calculé pour l'ensemble de la population.

Déterminé comme le rapport entre l'autofinancement et le revenu global¹³, le taux d'épargne des PME se replie de 13 % à 12,4 %. Il se situe à nouveau sous sa moyenne de longue période (cf. graphique 6). L'hétérogénéité des situations reste assez forte, que l'analyse soit menée en distribution ou sous un angle sectoriel. Un quart des PME disposent ainsi d'un taux d'épargne inférieur à 5 % (voire d'un taux négatif pour une PME sur dix). Par ailleurs, l'écart entre le taux sectoriel le plus élevé (les transports) et le taux le plus faible (la construction) atteint environ 6 points.

3 | Le besoin en fonds de roulement augmente, l'investissement s'accroît peu

3 | 1 La hausse de l'activité alimente celle du besoin en fonds de roulement

En 2011, le besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFRE) des PME augmente de 5,2 %, soit un peu moins rapidement que le chiffre d'affaires (cf. tableau 4). Son poids, exprimé en jours de chiffre

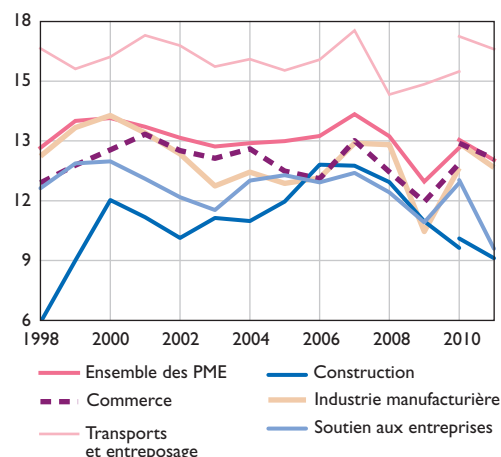
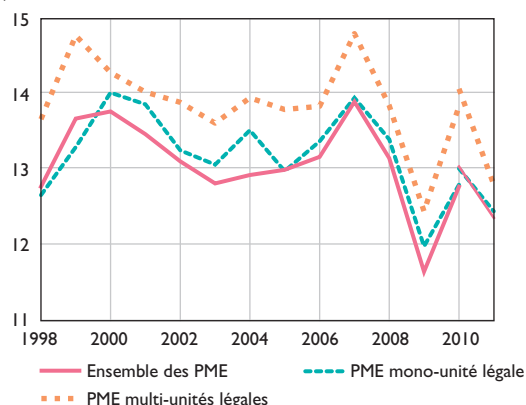
¹² L'autofinancement correspond à la différence entre la CAF et les dividendes payés au cours de l'exercice.

¹³ Le revenu global est lui-même calculé en ajoutant à la valeur ajoutée les revenus hors exploitation de l'entreprise.

Graphique 6 Le taux d'épargne des PME, par taille et par secteur (1998-2011)

Autofinancement sur revenu global

(en %)



Champ : PME non financières au sens de la LME

Note de lecture : Cf. graphique 2

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

d'affaires, se contracte donc légèrement pour atteindre 32,7 jours. Il évolue peu depuis le début des années deux mille, après s'être sensiblement replié à la fin des années quatre-vingt-dix (en 1996, il représentait plus de 40 jours de chiffre d'affaires).

Le BFRE s'accroît plus particulièrement dans le commerce (+ 8,7 %) et l'industrie manufacturière (+ 6,6 %). Il diminue en revanche dans le soutien aux entreprises et les transports.

Tableau 4 L'évolution des besoins en fonds de roulement d'exploitation des PME (2009-2011)

(en %)

0,1 %)

	Répartition du BFRE	Variation annuelle								
		BFRE			... dont crédit interentreprises ^{a)}			... dont stocks		
		2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010
PME mono-unité légale	40,5	- 3,7	2,3	5,2	1,9	10,9	4,9	- 2,5	2,2	6,9
PME multi-unités légales	48,2	- 7,2	1,9	5,5	- 1,5	14,4	- 0,5	- 5,0	1,1	8,4
PME étrangères	11,3	- 18,6	- 3,0	3,8	- 18,8	- 5,1	2,7	- 9,8	1,7	6,6
Ensemble des PME	100	- 7,5	1,4	5,2	- 4,1	9,0	2,3	- 4,5	1,6	7,7
Dont principaux secteurs :										
Industrie manufacturière	36,1	- 9,3	2,4	6,6	- 13,3	- 3,0	1,9	- 5,2	4,8	8,7
Construction	11,4	- 3,2	3,0	2,0	10,8	18,7	6,5	- 7,1	- 4,8	5,1
Commerce	43,4	- 6,1	2,2	8,7	- 1,9	- 3,0	9,7	- 3,8	2,3	8,9
Transports et entreposage	0,9	- 32,4	9,2	- 2,5	- 7,9	10,2	4,1	3,2	6,9	11,1
Soutien aux entreprises	2,6	- 10,9	5,5	- 5,4	- 2,6	7,3	4,8	1,3	5,4	9,3

Champ : PME non financières au sens de la LME, ayant remis leurs bilans au cours de deux exercices consécutifs (population cylindrique)

Note de lecture : Cf. tableau 1

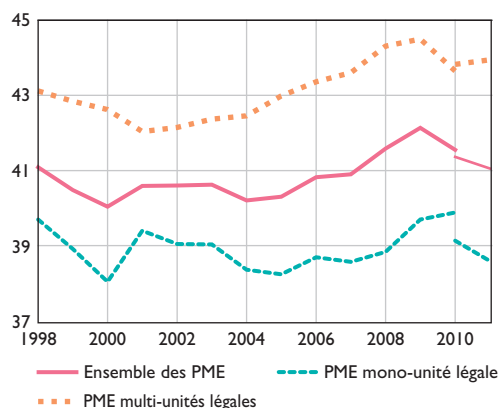
a) Le crédit interentreprises (CIE) est calculé par différence entre le crédit clients (paiements attendus) et le crédit fournisseurs (paiements en attente de décaissement). Pour les principaux secteurs, ce solde, également appelé solde commercial, est positif, sauf pour le secteur du commerce où il est structurellement négatif. Dans ce dernier cas, le CIE constitue une ressource : le financement que l'entreprise retire de son crédit fournisseurs est supérieur au crédit qu'elle-même consent à ses clients. Un taux de variation positif du CIE signifie soit une hausse des ressources (cas du commerce), soit une hausse du besoin de financement (cas des autres secteurs).

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

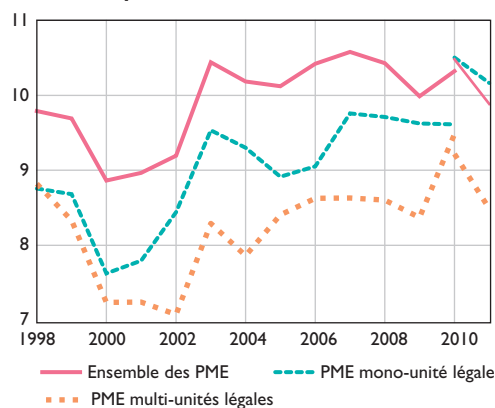
Graphique 7 L'évolution des stocks et du crédit interentreprises (1998-2011)

(en jours de chiffre d'affaires)

Stocks



Crédit interentreprises



Champ : PME non financières au sens de la LME

Note de lecture : Cf. graphique 2

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

La croissance du BFRE des PME résulte principalement de la variation des stocks : + 7,7 %, contre + 1,6 % en 2010. Ce renforcement est en ligne avec la hausse du chiffre d'affaires. Comme évoqué plus haut, la reconstitution des stocks a été un facteur important de soutien de la croissance en 2011.

La seconde composante du BFRE, le crédit interentreprises, augmente plus modérément, de 2,3 %. Le poids des créances clients et des dettes fournisseurs se contracte marginalement en 2011, après une légère reprise en 2010. L'évolution du solde commercial, inférieur à 10 jours de chiffre d'affaires (- 0,6 jour), traduit une légère amélioration des délais de paiement clients des PME en 2011 (cf. graphique 7).

Ce constat statistique doit être interprété avec prudence car il est en partie lié à un effet de base : l'exercice 2011 est comparé à une année 2010 caractérisée par une variation moins favorable des délais de paiement, en relation avec l'effet de cycle ¹⁴. La baisse des délais de paiement, accélérée par la mise en œuvre de la loi LME, marque donc le pas en 2010 et 2011. Dans un contexte de nouvelle dégradation du climat

économique, les enquêtes qualitatives menées auprès des entreprises semblent indiquer un nouvel allongement des délais au tournant des années 2011 et 2012.

3|2 Après deux années de contraction, l'investissement augmente faiblement

L'investissement des PME redémarre légèrement en 2011, après deux années de repli ¹⁵. Il progresse de 1,0 % pour les PME et de 4,5 % pour les PMI. Seul le commerce réduit encore ses dépenses d'investissement en 2011. La tendance de l'année est par ailleurs tirée par les PME multi-unités légales (+ 5,7 %), alors que les entreprises mono-unités légales ou filiales de sociétés étrangères diminuent leurs acquisitions d'immobilisations.

En définitive, la reprise de l'investissement des PME s'avère modeste, et ne traduit pas de véritable rebond. Elle se traduit néanmoins par l'augmentation des stocks d'immobilisations nettes d'exploitation, dont le niveau progresse de 4 % en 2011 (après une phase de fort ralentissement en 2008-2010).

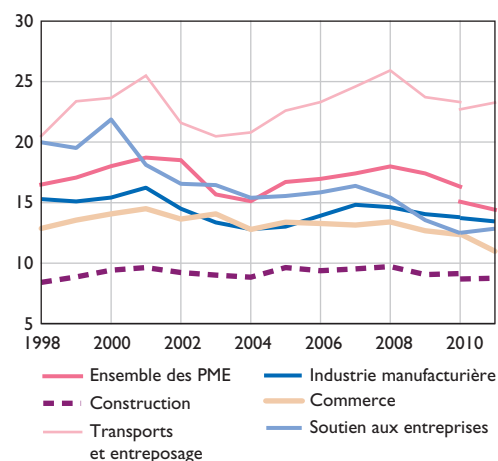
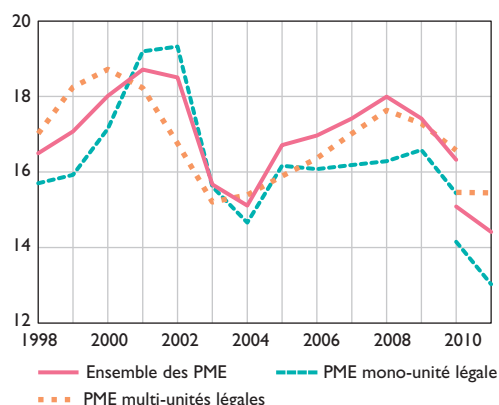
¹⁴ En 2010, l'activité des entreprises est progressivement repartie à la hausse, entraînant le relèvement des encours de créances et de dettes commerciales enregistrés dans les bilans de fin d'année.

¹⁵ L'investissement d'une entreprise correspond à la somme de ses flux d'acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles, y compris celles financées par crédit-bail.

Graphique 8 Le taux d'investissement des PME, par taille et par secteur (1998-2011)

Investissement d'exploitation y compris acquisition par crédit-bail sur valeur ajoutée

(en %)



Champ : PME non financières au sens de la LME

Note de lecture : Cf. graphique 2

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

Au total, rapporté à la valeur ajoutée, l'effort d'investissement réalisé par les PME en 2011 est toujours l'un des plus faibles observés depuis quinze ans. À moins de 15 %, le taux d'investissement des PME se situe en 2011 très en dessous des niveaux du début des années 2000 (près de 19 %). Autre facteur de fragilité, l'effort repose

sur une minorité d'entreprises, les trois quarts des PME présentant un taux d'investissement inférieur à 11 % (cf. encadré 1). Malgré une activité mieux orientée depuis deux ans, les perspectives économiques demeurent incertaines et n'encouragent pas les PME à programmer ou concrétiser de nouveaux projets.

Tableau 5 La variation de l'investissement des PME (2009-2011)

(en %)

	Répartition de l'investissement	Variation annuelle de l'investissement			Taux d'investissement ^{a)}		Taux d'autofinancement ^{b)}	
	2011	2009	2010	2011	2010	2011	2010	2011
PME mono-unité légale	38,4	- 20,7	- 16,1	- 3,2	14,2	13,0	92,6	96,0
PME multi-unité légales	51,8	- 9,7	- 8,3	5,7	15,5	15,5	93,9	87,5
PME étrangères	9,8	- 39,5	- 23,7	- 5,1	17,5	15,4	44,1	65,4
Ensemble des PME	100,0	- 18,6	- 13,2	1,0	15,1	14,4	88,2	88,6
Dont principaux secteurs :								
Industrie manufacturière	22,2	- 14,7	- 4,6	4,5	13,7	13,4	95,8	92,9
Construction	10,1	- 15,8	- 11,9	4,7	8,1	8,8	114,9	105,2
Commerce	21,6	- 21,0	- 10,1	- 6,8	10,9	11,0	107,9	118,0
Transports et entreposage	8,8	- 18,5	- 16,3	7,4	19,7	23,3	76,7	73,6
Soutien aux entreprises	10,1	- 25,1	- 12,1	9,9	11,4	12,9	86,6	75,2

Champ : PME non financières au sens de la LME, ayant remis leur bilan au cours de deux exercices consécutifs (population cylindrée)

Notes de lecture : Cf. tableau 1. La contraction de l'investissement en 2009 et 2010 est de moindre ampleur si l'on prend en compte l'ensemble des bilans de PME disponibles dans FIBEN, sans imposer leur présence deux années consécutives : la baisse de l'investissement revient alors à - 8,5 % en 2009 et à - 4,1 % en 2010.

a) Taux d'investissement = Investissement/Valeur ajoutée

b) Taux d'autofinancement = Autofinancement/Investissement

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

ENCADRÉ I

L'investissement des PME

Le flux annuel d'investissement des PME est défini dans FIBEN comme la somme des flux d'acquisition d'immobilisations corporelles et incorporelles que les entreprises réalisent en France au cours de l'année ¹. Ce calcul inclut les acquisitions financées par crédit-bail. L'investissement des PME couvre ainsi à la fois l'investissement dit « de capacité » (consistant en l'extension des capacités de production, de manière à augmenter les quantités produites), l'investissement « de renouvellement » (le remplacement du capital devenu obsolète) et l'investissement de « productivité » (l'acquisition d'un capital plus innovant en vue de réduire les coûts de production), sans permettre toutefois de distinguer ces sous-ensembles. Il ne prend pas en compte les cessions d'immobilisations (désinvestissement corporel ou incorporel), différant en cela du concept comptable de variation des postes d'immobilisations à l'actif du bilan.

Au total, cette définition est très proche du concept de formation brute de capital fixe (FBCF) utilisé dans les Comptes nationaux. En rapportant l'investissement des PME retracé dans FIBEN à la FBCF des entreprises non financières, on peut estimer à 20 % environ le poids des PME dans l'investissement total des entreprises non financières sur la période récente.

Une propension à investir relativement faible et irrégulière

Le taux d'investissement s'accroît avec la taille de l'entreprise : l'investissement médian des entreprises de taille intermédiaire (ETI) représente ainsi le double de celui des PME, celui des grandes entreprises près du triple de ce dernier. Cette relation se vérifie aussi à l'intérieur de la sphère des PME (cf. annexe 3).

Par ailleurs, les PME se distinguent par une forte proportion d'unités n'investissant pas au cours d'une année donnée. En 2009 comme en 2010, un quart d'entre elles ont des taux d'investissement inférieurs à 1 % (le premier quartile ressort à 0,9 % en 2009 et 2010), et les trois quarts des taux inférieurs à 11 % (troisième quartile à 11,1 % en 2010), pour un ratio moyen de 16,3 %. Les PME de l'industrie connaissent une situation comparable, malgré des processus de production exigeant a priori une plus forte intensité en capital (leur premier quartile ressort à 1,6 % en 2010 et leur troisième quartile à 16,4 %, pour une moyenne de 13,8 %).

Pour autant, en 2010, plus de 97 % des PME ont investi une fois au moins au cours des trois années antérieures. Leurs flux d'investissement ne sont donc pas inexistant, mais sont seulement moins réguliers que dans le cas d'entreprises de taille supérieure. Pour ces dernières, le plus grand dimensionnement du capital immobilisé contribue à l'étalement dans le temps des flux d'acquisition en capital, ne serait-ce qu'en raison de l'existence de mouvements structurels, induits par le renouvellement des machines (dépenses de gros entretien notamment).

Des investissements de renouvellement

Le rapport entre les amortissements cumulés et le total des immobilisations brutes mesure le degré d'amortissement des immobilisations – en d'autres termes le degré d'obsolescence de l'appareil de production. Ce poids est stable sur longue période, évoluant autour de 50 % pour les PME. Ainsi, si les PME investissent, une part importante de leurs dépenses est consacrée au renouvellement de leurs immobilisations (essentiellement corporelles) une fois celles-ci entièrement amorties.

¹ Les investissements directs (français à l'étranger ou étrangers en France – par le biais de filiales françaises de sociétés étrangères – ne sont pas pris en compte puisqu'ils consistent en l'achat de titres de participation et non d'immobilisations d'exploitation.

Conséquence de la progression très modérée de l'investissement, le taux d'autofinancement reste stable, à plus de 88 %. Si l'on ajoutait aux dépenses d'investissement de 2011 la hausse sensible des besoins en fonds de roulement (+ 5,2 %), le taux d'autofinancement se dégraderait néanmoins par rapport à 2010, revenant alors à 78 %.

3 | 3 Le poids de la trésorerie accumulée à la date de clôture des bilans se stabilise

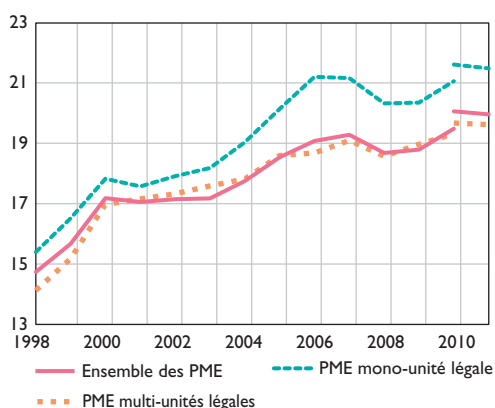
La trésorerie constatée à la clôture des comptes continue de croître : + 5 % en moyenne en 2011.

Graphique 9 Le poids de la trésorerie dans le bilan des PME (1998-2011)

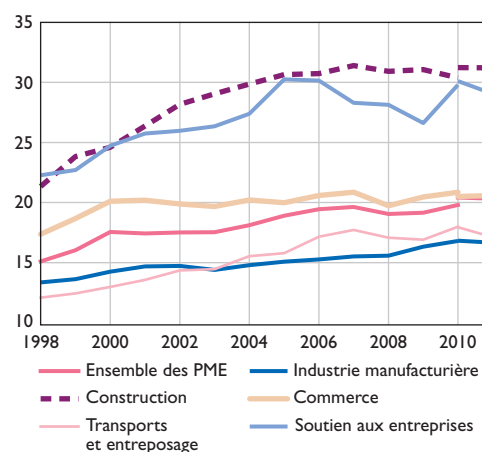
Disponibilités sur actifs du bilan

(en %)

Par taille



Par secteur



Champ : PME non financières au sens de la LME

Note de lecture : Cf. graphique 2

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

Sa part dans l'ensemble des actifs du bilan se stabilise à un peu plus de 20 % (près de 22 % pour les seules PME mono-unité légale). Stable depuis deux ans, elle a pratiquement doublé depuis 1996 (cf. graphique 9).

Cette analyse porte sur la situation prévalant à la clôture des comptes, sans fournir d'information sur les variations de trésorerie infra-annuelles ; elle ne permet donc pas de détecter d'éventuelles tensions ponctuelles en cours d'exercice comptable. Par ailleurs, si une fois agrégées, les disponibilités dont disposent les PME à la date de clôture des comptes semblent relativement abondantes, tel n'est pas le cas pour une part très significative d'entre elles : pour un quart des PME, le ratio trésorerie sur total de l'actif s'avère en effet inférieur à 5 %, et même proche de 0 % dans un cas sur dix.

4| Les capitaux propres et l'endettement augmentent

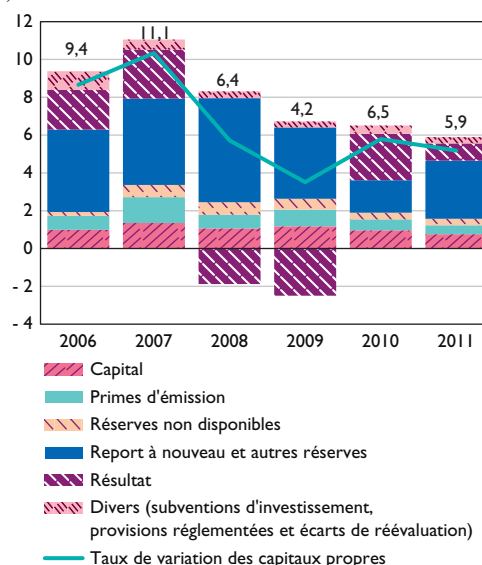
4|1 Une incertitude sur une nouvelle progression des capitaux propres en 2012

Les capitaux propres se renforcent de 5,9 % en 2011, soit pour un montant total de 10,1 milliards d'euros

(cf. graphique 10). La tendance est principalement alimentée par l'affectation des résultats de 2010 dans les reports à nouveau ou les réserves fin 2011.

Graphique 10 Variation des capitaux propres et de leurs composantes (2006-2011)

(en %)



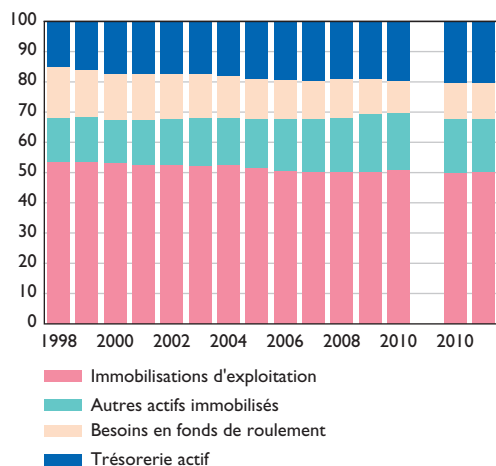
Champ : PME non financières au sens de la LME, ayant remis leur bilan au cours de deux exercices consécutifs (population cylindrique)

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

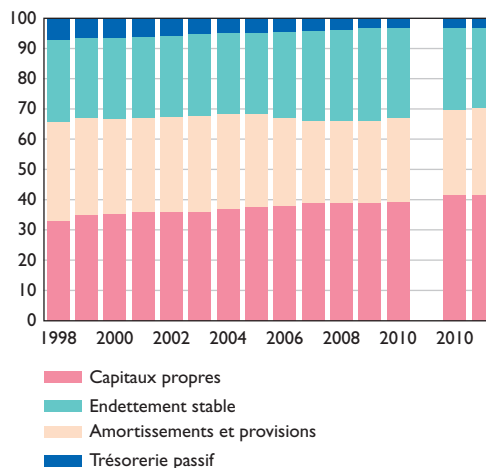
Graphique 11 La structure du bilan fonctionnel des PME (1998-2011)

(en %)

Les emplois (actif du bilan fonctionnel)



Les ressources (passif du bilan fonctionnel)



Champ : PME non financières au sens de la LME

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, données juillet 2012

L'élévation tendancielle du niveau des fonds propres des PME se trouve ainsi confirmée, mais elle s'opère à un rythme moins élevé qu'au cours des années précédant la crise financière de 2008-2009.

De plus, sa base se fragilise. En effet, avec la plus faible progression des résultats générés en 2011, le renforcement des réserves sera conditionné en 2012 par la maîtrise des dividendes versés.

Comparé à l'endettement d'une entreprise, le niveau de ses capitaux propres fournit une indication forte sur son degré de robustesse et sa capacité à faire face à des chocs externes, comme en cas de baisse brutale de l'activité par exemple. En estimant les besoins en fonds propres qu'une entreprise doit pourvoir pour ramener son endettement à 200 % de ses capitaux propres au plus, on construit un indicateur répondant aux normes communément admises pour conclure à la soutenabilité à moyen terme de la dette souscrite par cette entreprise. En réalisant ce calcul à l'échelle de l'ensemble formé par les PME dont le taux d'endettement excède la norme des 200 % de capitaux propres à fin 2010, on peut estimer que ces entreprises, pour renforcer leur solidité, auraient un

besoin en fonds propres supplémentaires de l'ordre de 19 milliards d'euros.

4|2 La part des capitaux propres dans les ressources des PME se stabilise

La part des capitaux propres des PME dans le total de leurs ressources se stabilise à plus de 41 %, l'ensemble des éléments du bilan progressant au même rythme que celui des capitaux propres (cf. graphique 11).

Cette part s'est renforcée depuis la fin des années quatre-vingt-dix, les capitaux propres augmentant toujours plus vite que les ressources. Après avoir continuellement augmenté jusqu'en 2007, elle se stabilise depuis quatre ans à un niveau élevé. Symétriquement, la part des dettes à moins d'un an et celle des amortissements et provisions cumulés ont diminué. À l'actif, l'évolution la plus remarquable concerne la progression du poids de la trésorerie, qui vient compenser la baisse de la part du BFRE, notamment dans sa composante stocks.

ENCADRÉ 2

L'hétérogénéité des capitaux propres des PME

Des fonds propres parfois faibles, voire insuffisants...

Les PME recensées dans FIBEN ont un niveau de capitaux propres évalué en moyenne à 1,4 million d'euros. Élevé, ce montant moyen couvre une distribution en réalité très étalée, que l'on se place du point de vue de la catégorie juridique des entreprises étudiées ou de leur dimension. En 2011, les PME multi-unités légales ou filiales de sociétés étrangères disposent de capitaux propres plus de deux fois supérieurs à la moyenne précitée, alors que les entités composées d'une seule unité légale disposent en moyenne de 600 000 euros.

Les situations les plus critiques représentent une part significative de la population. Sur la période récente, le nombre de PME présentant un faible niveau de fonds propres tend même à s'accroître. La proportion d'entreprises ayant consommé l'intégralité de leurs fonds propres et au-delà (fonds propres négatifs) passe ainsi de 7 % à 9 % entre 2008 et 2010¹.

... et plus disparates que ne le montrent les données disponibles dans FIBEN

Le seuil de collecte des bilans dans FIBEN (chiffre d'affaires annuel supérieur à 750 000 euros ou endettement bancaire supérieur à 380 000 euros) limite le nombre de très petites entreprises (TPE) présentes dans l'échantillon étudié. Cette restriction ne nuit pas à l'analyse des données agrégées, basée sur des taux de variation annuels ou des ratios de structure, puisque l'essentiel des grandeurs statistiques étudiées est appréhendé. En revanche, une partie de la distribution individuelle des entreprises est occultée.

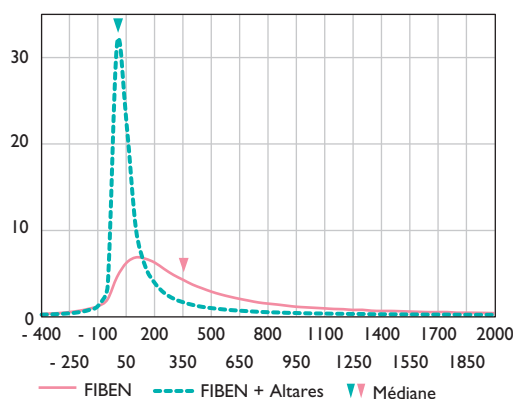
En incluant des données complémentaires sur les TPE (données fournies par Altares), la distribution des capitaux propres des PME se concentre davantage vers la gauche (cf. graphique ci-contre). Le montant moyen des capitaux propres est, logiquement, plus faible : il atteint en 2010 374 000 euros, contre 1,4 million d'euros d'après FIBEN. Surtout, la moitié des PME détiennent des capitaux propres inférieurs à 45 000 euros (contre 360 000 d'après FIBEN), tandis que ceux-ci sont inférieurs à 10 000 euros pour un quart d'entre elles (contre 10 % précédemment). La part des capitaux propres dans les ressources est également beaucoup plus dispersée avec une forte proportion de PME affichant des taux négatifs (inférieurs à -5,8 % pour un PME sur dix en 2010).

Pour autant, le poids global des capitaux propres dans le total des ressources mesuré sur cet ensemble élargi diverge peu de son équivalent calculé dans FIBEN (cf. annexe 3).

Ces éléments soulignent la forte hétérogénéité de la structure financière des PME. Les plus grandes d'entre elles ont un poids économique prédominant. Présentes dans FIBEN, ces entreprises ont d'autant plus conforté leurs niveaux de fonds propres qu'elles se sont développées et structurées sous forme de groupe. Ce sont aussi ces entreprises qui font le plus appel au financement bancaire (cf. annexe 3). Les TPE sont pour leur part beaucoup plus nombreuses, mais leur poids économique est modeste². Elles présentent des situations très hétérogènes, avec dans bien des cas des fonds propres de faible montant, voire négatifs. Cette caractéristique peut constituer du reste un facteur (parmi d'autres) expliquant le poids élevé des petites PME dans les défaillances d'entreprises³.

Distribution des PME-TPE selon le niveau de leurs capitaux propres en 2010

(en % d'unités légales ; montant des capitaux propres en milliers d'euros)



Champ : PME et TPE non financières au sens de la LME ayant remis leur bilan en 2011, à l'exclusion des secteurs KZ (activités financières) et OQ (administration)

Sources : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN et Altares, juillet 2012

¹ Les données de 2011 ne sont pas encore comparables à celles de 2010, en raison de l'indisponibilité d'une partie des bilans, notamment pour les PME les plus fragiles.

² À noter qu'après la prise en compte de données complémentaires, la couverture des PME reste partielle. En regroupant les données disponibles dans FIBEN et Altares, on cible près de 840 000 comptes sociaux (représentant 790 000 entreprises) en 2010, pour un total de plus de 2,5 millions de PME/TPE recensées par l'Insee.

³ L'information apportée par les bilans de petite taille doit être interprétée avec prudence. Dans nombre de cas, un niveau très faible de capitaux propres est parfaitement compatible avec la viabilité de l'entreprise : faible niveau des immobilisations ou de l'endettement bancaire, financement assuré en direct par le(s) détenteur(s) du capital (via les comptes courants d'associés par exemple).

Des défaillances d'entreprises concentrées sur les petites PME

95 % des défaillances identifiées en France concernent des PME. En effet, d'une part la très grande majorité des entreprises sont des PME ; d'autre part, le risque de défaillance d'une entreprise est maximal lorsqu'elle est jeune, donc, dans la plupart des cas, une PME.

Depuis plusieurs mois, le nombre des défaillances d'entreprises est stable après avoir fortement progressé au moment de la crise de 2008-2009. Dans le cas des PME, ces défaillances ont concerné jusqu'à 59 000 unités légales en cumul sur douze mois fin 2009-début 2010. Leur nombre a ensuite baissé pour se stabiliser au niveau actuel de 55 000 environ (cf. tableau ci-dessous). Ce niveau demeure toutefois sensiblement supérieur à celui d'avant la crise (45 000 PME défaillantes en 2007).

Les défaillances de PME selon la taille (situation à fin juin 2012)

(en nombre d'unités légales ; glissement en %)

	Cumul 12 derniers mois ^{a)} (Données brutes 2012)					Glissement 3 mois cvs-cjo ^{b)}	Données mensuelles cvs-cjo		
	mai 2011	mai 2012	mai 2012/ mai 2011	juin 2012 prov.	juin 2012/ juin 2011	mai 2012	mars 2012	avril 2012	mai 2012
PME	56 896	55 463	- 2,5	55 268	- 1,9	- 0,3	4 468	4 655	4 648
dont microentreprises et de taille inconnue	55 463	50 978	- 2,7	50 813	- 2,0	- 0,6	4 134	4 251	4 264
dont PME et ME	4 514	4 485	- 0,6	4 455	- 1,1	- 1,0	322	407	378

Notes de lecture : Les unités légales défaillantes au cours d'une année civile N (en ouverture de procédure judiciaire) sont identifiées grâce à la collecte exhaustive des événements judiciaires par la Banque de France. Les statistiques sont établies en date de jugement. Ces séries sont stabilisées dans un laps de temps de deux mois, soit ici mai 2012. Ce mode de collecte atténue la volatilité des séries, comparativement aux statistiques en date de publication. Les données pour juin 2012 sont provisoires.

a) Cumul des douze derniers mois comparés aux mêmes mois un an auparavant

b) Cumul des trois derniers mois comparés aux trois mois précédents

Source et calculs : Banque de France, direction des Entreprises, juillet 2012

4|3 Malgré une légère reprise des encours de dettes, le taux d'endettement des PME baisse

L'endettement financier des PME en France est majoritairement composé de crédits bancaires (cf. graphique 12). Ceux-ci représentent 64 % de l'endettement total des PME en 2011, un niveau relativement stable depuis quinze ans. En revanche, le poids des concours bancaires courants dans l'endettement total n'a cessé de se réduire jusqu'en 2010, pour descendre sous les 9 % ¹⁶. Il a ainsi été divisé par plus de deux entre 1996 et 2010, même si à la faveur de la reprise de l'activité, il affiche un frémissement en 2011 (à 9,2 %).

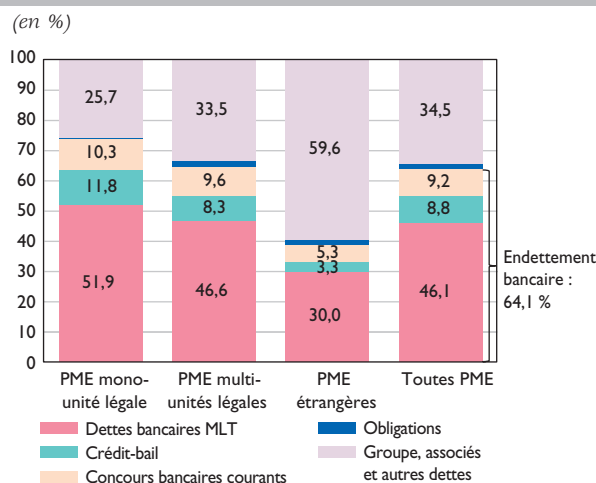
Le poids de l'endettement bancaire varie selon la structure juridique des entreprises. Dans le cas des PME mono-unité légale, l'endettement financier constitué de dettes bancaires prédomine (sous différentes formes : concours bancaires, dettes

bancaires à plus d'un an, crédit-bail). Dans le cas des PME multi-unités légales ou filiales de sociétés étrangères, les autres formes de crédit que sont le financement intragroupe et la dette obligataire sont davantage présentes. Toutefois, le recours au financement obligataire demeure marginal : toutes entreprises confondues, il représente moins de 1,5 % de l'endettement financier des PME en 2011.

L'endettement financier redémarre en 2011, avec un taux de croissance de 3,5 %, légèrement plus soutenu qu'en 2009 et 2010 (cf. tableau 6). L'endettement bancaire progresse plus modestement (+ 1,3 %), après le léger recul de 2009 et 2010.

La croissance des dettes financières est principalement alimentée par la variation des concours bancaires courants (+ 10,5 %) et des autres dettes (+ 7,1 %) dans lesquelles sont comptabilisés les financements intragroupe. L'affacturage, non inclus dans les dettes bancaires, augmente lui aussi fortement

¹⁶ Les concours bancaires courants sont constitués des crédits bancaires à moins d'un an et des effets escomptés non échus.

Graphique 12 Les composantes de l'endettement financier des PME en 2011

Champ : PME non financières au sens de la LME

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

(près de 20 %)¹⁷. En revanche, comme en 2010, les dettes bancaires à moyen et long terme se replient modérément (- 0,4 %).

Ces tendances sont en ligne avec la nature des besoins de financement des PME. Ceux-ci s'accroissent en 2011 avec la hausse des besoins en fonds de roulement et sont satisfaits pour l'essentiel par des financements à court terme. S'agissant des financements plus longs

(dettes bancaires à moyen ou long terme) les encours de dettes stagnent. Le faible rebond de l'investissement ne semble donc pas les avoir soutenus.

Rapporté à des capitaux propres en hausse de près de 6 %, le taux d'endettement continue, mécaniquement, de se replier (cf. graphique 13). Il perd 1,7 point en 2011, à 71,2 %¹⁸. Déduction faite de la trésorerie, le taux d'endettement net ressort à seulement 22,5 %, un niveau historiquement faible. Mais au vu de l'échantillon encore incomplet à cette époque de l'année, il peut être sous-estimé.

Par ailleurs, conséquence du niveau inégal des capitaux propres, les disparités sont prononcées. Plus du quart des PME portent un endettement financier supérieur à 125 % de leurs capitaux propres et dans un cas sur dix, ce poids va au-delà de 200 %. De la même manière que pour les capitaux propres, la prise en compte des données complémentaires sur les TPE conduit à restituer une image plus dispersée encore, révélant des taux d'endettement parfois très élevés, signes de structures financières fragiles.

4 | 4 L'endettement bancaire progresse modérément

La reprise modérée de l'endettement bancaire en 2011 se retrouve sur le champ plus large des

Tableau 6 L'évolution de l'endettement financier des PME et ses composantes (2009-2011)

(répartition et variation en %)

	Répartition de l'endettement financier	Variation annuelle											
		Endettement financier			1 - Endettement bancaire			2 - Obligations			3 - Intragroupe, associés et autres dettes		
		2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010
PME mono-unité légale	33,1	0,1	1,2	2,9	- 0,9	0,6	0,6	2,1	- 19,8	13,3	3,5	3,8	9,8
PME multi-unités légales	53,0	2,3	1,5	3,7	- 1,1	- 1,6	2,2	- 8,6	9,5	26,1	10,4	7,2	5,5
PME étrangères	13,9	- 0,6	- 0,9	4,3	- 6,4	- 2,3	- 0,7	3,1	- 23,7	7,9	4,8	1,4	7,7
Ensemble des PME	100	1,0	1,0	3,5	- 1,7	- 0,8	1,3	- 4,6	- 3,0	21,3	7,2	4,8	7,1
Dont principaux secteurs :													
Industrie manufacturière	18,2	3,4	0,1	3,2	0,1	- 2,7	1,4	1,9	- 4,7	- 0,1	10,2	5,6	6,8
Construction	7,9	- 2,2	- 0,9	1,9	- 4,5	- 2,6	- 2,1	- 4,3	16,3	11,8	2,8	1,8	9,8
Commerce	28,9	- 2,1	0,5	3,5	- 4,7	- 1,4	1,2	- 12,0	5,2	6,3	3,8	4,3	8,2
Transports et entreposage	4,3	3,5	1,2	3,7	2,8	0,9	3,3	9,7	13,2	- 36,4	6,1	2,2	5,7
Soutien aux entreprises	7,1	2,7	3,4	8,1	- 0,9	- 2,0	5,3	14,3	- 6,6	0,6	7,7	14,1	12,8

Champ : PME non financières au sens de la LME, ayant remis leur bilan au cours de deux exercices consécutifs (population cylindrée)

Note de lecture : Cf. tableau 1

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

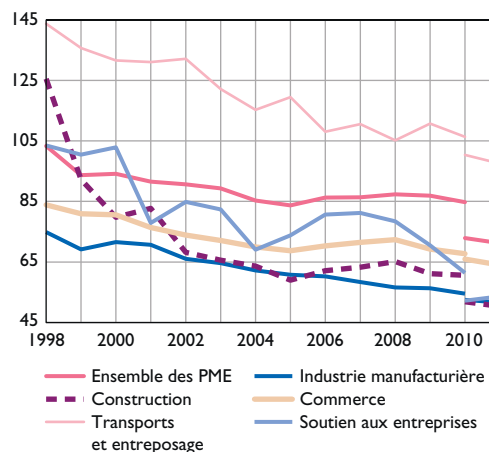
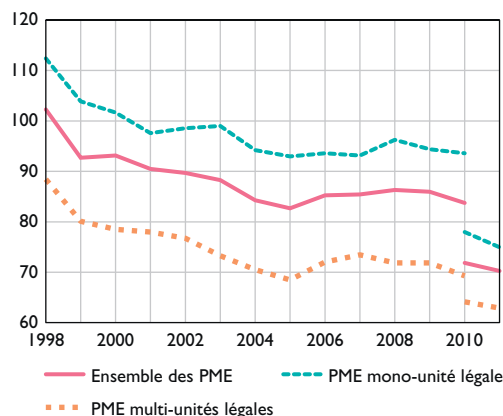
¹⁷ Les encours d'affacturage ne font pas l'objet d'une série temporelle homogène et ne peuvent être retraités correctement dans les comptes sociaux.

¹⁸ La neutralisation des doubles comptes au niveau des capitaux propres comme de l'endettement financier se traduirait par un taux d'endettement un peu plus élevé, de l'ordre de 75 %.

Graphique 13 Le taux d'endettement des PME (1998-2011)

Endettement financier sur capitaux propres

(en %)



Champ : PME non financières au sens de la LME

Note de lecture : Cf. graphique 2

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

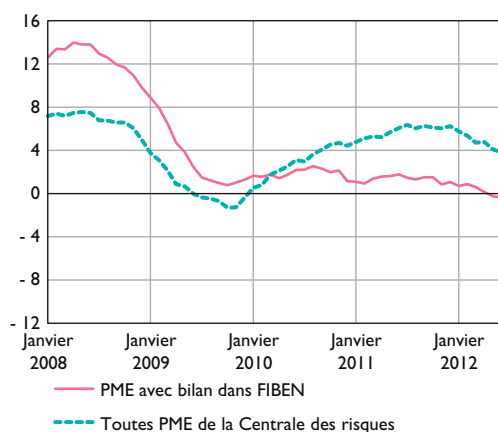
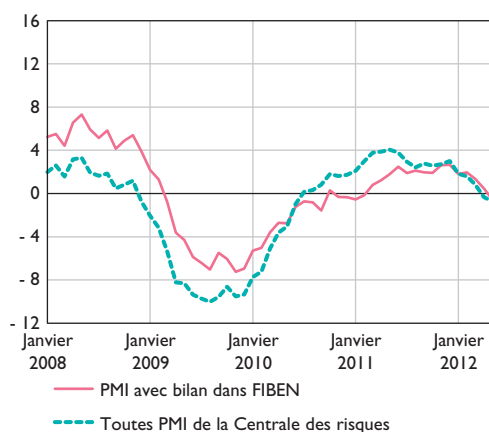
encours de crédits bancaires aux sociétés non financières déclarés à la Centrale des risques (cf. graphique 14). Elle s'estompe ensuite, pour laisser place à un ralentissement dans la première partie de l'année 2012.

D'après les données de la Centrale des risques, sur la population des seules entreprises pour lesquelles la Banque de France collecte les documents comptables

dans FIBEN, les encours de crédit mobilisés progressent modérément tout au long de 2011, aussi bien pour l'ensemble des PME que pour les PMI. En étendant l'échantillon à toutes les PME couvertes par la Centrale des risques, la diversité des situations individuelles s'accroît, de la même manière que lorsque la base comptable de FIBEN est complétée par les données spécifiques aux TPE fournies par Altares (cf. annexe 3).

Graphique 14 Encours de crédit mobilisés par les PME et les PMI (2008-2011)

(en %, évolution en glissement annuel)

PME**PMI**

Champ : PME non financières au sens de la LME pour FIBEN, selon les critères du Stat Info crédits aux entreprises pour la Centrale des risques

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN et Centrale des risques, juillet 2012

Annexe I

Les données FIBEN

La base des comptes sociaux

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

Champ retenu pour l'analyse des comptes sociaux

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

Les principaux ratios utilisés

La méthodologie d'analyse financière et la définition des ratios utilisés est disponible sous le lien suivant :

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

Les liens financiers

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

La Centrale des risques

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

Annexe 2

La définition et le poids des PME dans FIBEN

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

Le décret d'application de la LME de décembre 2008 définit la notion statistique d'entreprise ¹. Il précise, dans la continuité des définitions de la Commission européenne, les catégories de tailles d'entreprises et les critères permettant de les déterminer. Ces derniers sont au nombre de quatre : les effectifs, le chiffre d'affaires (CA), le total de bilan et les liens financiers reliant les unités légales. 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 ». Cette démarche ne permet pas de traiter les doubles comptes entre unités d'une même entreprise.

Le secteur d'activité repose sur la nomenclature agrégée (NA) 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 2011, ce qui n'est pas encore le cas au moment où l'étude PME est réalisée ². 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.

Biais lié à la qualité des entreprises couvertes

Les bilans de l'exercice 2011 collectés dans la base FIBEN en juillet 2012 sont ceux des PME déposant leurs comptes le plus rapidement. L'approche empirique des délais moyens d'entrée des bilans dans FIBEN montre que les données connues le plus rapidement sont celles des entreprises dotées des meilleures cotes de crédit, donc *a priori* les plus pérennes (cf. tableau A). L'échantillon étant encore incomplet pour l'exercice 2011, l'analyse porte sur des PME dont les comptes sont disponibles à la fois en 2010 et en 2011 (cylindrage de l'échantillon). Ceci concentre encore un peu plus le diagnostic sur les PME les plus performantes et solides.

Enfin, à la date d'achèvement de l'étude (juillet 2012), les PME dont les arrêtés comptables sont intervenus au premier semestre de 2011 sont surreprésentées ³ (cf. tableau B). Or, les états financiers de ces PME couvrent une période allant du début du second semestre de 2010 à la fin du premier semestre de 2011, au cours de laquelle la reprise économique était pleinement à l'œuvre. Ceci tend à accroître leur poids indépendamment de l'effet de calendrier.

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

² Le lecteur pourra se reporter à l'étude annuelle publiée dans le Bulletin de la Banque de France en fin d'année 2012, qui couvre l'ensemble des entreprises.

³ Elles réalisent 25 % du chiffre d'affaires actuellement connu pour l'année 2011, alors qu'en 2010, l'équivalent réalisait 20 % du chiffre d'affaires connu pour l'année complète.

Tableau A Délais moyen d'entrée des bilans 2011 dans FIBEN par cote de crédit

(en %)

	3++	3+	3	4+	4	5+	5	6	7	8	9	0	P
2009	164	165	167	176	190	199	211	235	283	227	235	267	246
2010	162	168	169	174	186	194	204	220	245	211	225	234	222

Champ : PME non financières au sens de la LME

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

Tableau B Répartition du chiffre d'affaires selon le trimestre de clôture des bilans

(en %)

	2010				2011			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Ensemble	11,3	9,0	14,8	64,8	14,2	11,7	18,4	55,8
PME mono-unité légale	11,8	11,0	17,0	60,2	14,6	14,3	20,7	50,4
PME multi-unités légales	11,6	8,1	15,0	65,3	14,3	10,2	18,4	57,1
PME étrangères	8,3	5,8	6,4	79,5	11,6	8,3	8,8	71,3
Dont principaux secteurs :								
Industrie manufacturière	9,2	7,7	15,5	67,7	11,3	9,8	19,1	59,7
Construction	14,0	9,4	19,9	56,8	16,3	10,7	23,2	49,7
Commerce	13,6	9,6	13,9	62,9	16,6	12,6	16,8	54,0
Transports et entreposage	9,0	9,2	16,1	65,7	11,8	11,4	20,2	56,6
Soutien aux entreprises	5,7	8,4	15,0	70,9	7,8	12,0	20,2	60,0

Champ : PME non financières définies au sens de la LME

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

Tableau C Poids économique des PME en 2011 sur la base des données disponibles début juillet 2012

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

	Nombre d'entreprises	Effectifs permanents	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Endettement financier	Endettement bancaire	Capitaux propres
Ensemble	129 199	2 583	592	170	129	83	181
PME mono-unité légale	89 151	1 176	250	74	43	32	56
PME multi-unités légales	35 420	1 236	281	81	68	44	107
PME étrangères	4 628	171	62	15	18	7	18
Principaux secteurs dont :							
Industrie manufacturière	21 375	617	117	40	24	15	46
Construction	23 189	449	73	28	10	6	20
Commerce	48 997	754	287	48	37	25	58
Transports et entreposage	5 425	161	24	9	6	4	6
Soutien aux entreprises	11 450	289	40	19	9	5	17

Répartition

(en %)

	Nombre d'entreprises	Effectifs permanents	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Endettement financier	Endettement bancaire	Capitaux propres
Ensemble	100	100	100	100	100	100	100
PME mono-unité légale	69	46	42	43	33	38	31
PME multi-unité légale	27	48	47	48	53	53	59
PME étrangère	4	7	10	9	14	8	10
Principaux secteurs dont :							
Industrie manufacturière	17	24	20	23	18	18	25
Construction	18	17	12	16	8	8	11
Commerce	38	29	48	28	29	30	32
Transports et entreposage	4	6	4	5	4	5	3
Soutien aux entreprises	9	11	7	11	7	7	9

Valeur moyenne par catégorie de PME

(en nombre et millions d'euros)

Taille moyenne de chaque catégorie de PME							
	Nombre d'entreprises	Effectifs permanents moyens	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Endettement financier	Endettement bancaire	Capitaux propres
Ensemble	129 199	20	4 582	1 316	998	639	1 401
PME mono-unité légale	89 151	13	2 799	825	479	354	631
PME multi-unités légales	35 420	35	7 924	2 290	1 928	1 245	3 020
PME étrangères	4 628	37	13 361	3 319	3 868	1 495	3 841

Champ : PME des activités marchandes ayant remis leur bilan en 2010 et 2011, définies au sens de la LME, à l'exclusion des secteurs K2 (activités financières) et OQ (administration)

Source : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN, juillet 2012

Annexe 3

Comment mieux appréhender la diversité des PME ?

En raison des seuils de collecte de bilans dans la base FIBEN, les PME analysées dans les études de l'Observatoire des entreprises sont essentiellement des entreprises dont le chiffre d'affaires dépasse 750 000 euros. L'utilisation de données complémentaires issues de la base de données de la société Altares permet de couvrir un périmètre élargi à plus de 600 000 TPE et d'affiner différents résultats ¹.

Les conséquences d'une prise en compte plus complète des PME les plus petites sont de trois ordres :

- un grand nombre de PME sont appréhendées, mais avec un impact limité sur la plupart des indicateurs structurant l'étude (notamment en ce qui concerne les ratios moyens d'activité ou de structure du bilan). La robustesse des analyses basées sur les données FIBEN n'est donc nullement remise en cause ;
- certains indicateurs exprimés en montant (du reste peu utilisés dans nos études) subissent un impact plus important ;
- conséquence logique de la plus forte représentation des TPE, l'image restituée en termes de distribution rend plus fidèlement compte de l'étendue et de la diversité des situations individuelles, en particulier en matière d'investissement et de rentabilité financière.

Ratios d'activité, avec ou sans prise en compte de TPE supplémentaires (année 2010)

(en %)

	Taux de marge		Taux d'exportation		Poids du BFRE	
	FIBEN	FIBEN et Altares	FIBEN	FIBEN et Altares	FIBEN	FIBEN et Altares
Ratio moyen	21,6	20,9	9,8	8,7	9,3	9,2
1 ^{er} quartile	7,5	5,9	0,0	0,0	-5,6	-12,5
Médiane	18,7	19,7	0,3	0,0	21,1	15,7
Dernier quartile	33,6	39,3	13,3	0,0 ^{a)}	56,6	59,2

a) Valeur du dernier décile : 1,2 ; valeur du 95^e percentile : 15,4

Sources : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN et Altares, juillet 2012

Ratios de structure, avec ou sans prise en compte de TPE supplémentaires (en 2010)

(en %)

	Rentabilité financière nette		Taux d'endettement		Taux d'investissement		Poids des capitaux propres	
	FIBEN	FIBEN et Altares	FIBEN	FIBEN et Altares	FIBEN	FIBEN et Altares	FIBEN	FIBEN et Altares
Ratio moyen	9,2	9,3	84,8	91,8	16,3	15,9	39,1	38,1
1 ^{er} quartile	3,0	1,8	13,8	9,7	0,9	0,0	21,5	14,4
Médiane	12,6	17,1	49,0	51,6	3,7	0,0	41,8	38,5
Dernier quartile	26,5	42,9	143,2	183,8	11,1	5,0 ^{a)}	62,2	64,6

a) Valeur du dernier décile : 20,1

Sources : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN et Altares, juillet 2012

¹ Ces résultats portent ici sur l'exercice 2010, les données relatives aux TPE étant encore très incomplètes pour l'année 2011.

Indicateurs en niveau, avec ou sans prise en compte de TPE supplémentaires (année 2010)

(nombre d'entreprises et effectifs permanents en milliers, proportion d'entreprises en %, valeur ajoutée et endettement bancaire en milliards d'euros)

	Nombre d'entreprises		Effectifs permanents		Proportion d'entreprises exportatrices		Valeur ajoutée		Endettement bancaire	
	FIBEN	FIBEN et Altares	FIBEN	FIBEN et Altares	FIBEN	FIBEN et Altares	FIBEN	FIBEN et Altares	FIBEN	FIBEN et Altares
Ensemble	183,0	788,5	3 357	4 097	28,4	12,9	219,7	278,6	129,3	155,3
Dont principaux secteurs :										
Industrie manufacturière	28,0	77,4	792	882	53,0	29,0	48,7	54,9	19,1	21,6
Construction	30,6	134,2	550	699	5,8	2,8	33,9	46,1	9,6	11,9
Commerce	66,9	209,9	960	1 102	31,3	19,0	60,3	70,9	32,0	36,6
Transports et entreposage	7,4	23,8	209	232	40,5	19,9	11,9	13,8	6,3	6,9
Soutien aux entreprises	17,6	126,4	398	500	26,6	13,1	27,3	38,7	8,5	11,0

Champ : PME des activités marchandes au sens de la LME, ayant remis leur bilan en 2010, à l'exclusion des secteurs KZ (activités financières) et OQ (administration)

Sources : Banque de France, direction des Entreprises – Base FIBEN et Altares, juillet 2012

Bibliographie

Banque de France (2011)

« Les entreprises en France en 2010 : une situation en demi-teinte », *Bulletin de la Banque de France*, n° 186
<http://www.banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france/les-bulletins-de-la-banque-de-france.html>

Banque de France (2012)

« Les PME en Europe : les disparités entre pays et secteurs sont plus fortes en 2010 qu'avant la crise », *Bulletin de la Banque de France*, n° 188
http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Les-PME-en-Europe.pdf

Banque de France (2012)

Les crédits par type d'entreprises : « Le financement des PME en France, août 2012 »
<http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/entreprises/credits-par-type-dentreprise.html>

Banque de France (2012)

Les crédits par type d'entreprises : « Crédits aux entreprises, août 2012 », Observatoire des entreprises
<http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/entreprises/credits-par-type-dentreprise.html>

European Committee of Central Balance-Sheet Data Offices (2012)

Base européenne des comptes harmonisés (BACH ESD)
<http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/entreprises/comptes-dentreprises-en-europe.html>

Insee (2012)

« L'économie française », *Insee références*, édition 2012

Insee (2012)

« Un tissu productif plus concentré qu'il ne semblait, nouvelle définition et nouvelles catégories d'entreprises », *Insee Première* n° 1399, mars 2012
http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?ref_id=ip1399

Insee (2012)

« Au quatrième trimestre 2011, l'indice du coût du travail augmente de 1 % », *Informations rapides* n° 69, mars 2012
<http://www.insee.fr/fr/themes/info-rapide.asp?id=101&date=20120316>

Insee (2012)

« Les comptes de la Nation en 2011 : la croissance du PIB se maintient à 1,7 % », *Insee Première* n° 1401, mai 2012
http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?ref_id=ip1401

Insee (2012)

« Les services marchands en 2011 : croissance maintenue », *Insee Première* n° 1405, juillet 2012
http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?ref_id=ip1405

Insee (2012)

« Le commerce en 2011 : les ventes ont continué à se redresser », *Insee Première* n° 1407, juillet 2012
http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?ref_id=ip1407

Ministère de l'Écologie, du Développement durable, des Transports et du Logement (2012)

Construction de logements : « Résultats à fin décembre 2011 (France entière) », *Chiffres et statistiques* n° 286, janvier 2012
http://www.statistiques.developpement-durable.gouv.fr/logement-construction/r/logements.html?cHash=d61cdf2eda81471461a87269b2c68fdf&tx_ttnews%5Btt_news%5D=20978

Observatoire des délais de paiement (2012)

Rapport de l'Observatoire des délais de paiement 2011 : « 2011, une année d'incertitudes »
<http://www.banque-france.fr/publications/publications/rapport-de-lobservatoire-des-delaix-de-paiement.html>

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

Frédéric DELAMARRE

Direction des Statistiques monétaires et financières

Service des Analyses et Statistiques monétaires

Après la vive hausse observée de 2009 jusqu'à la toute fin de l'année 2010, la distribution des crédits à l'habitat en France s'est peu à peu repliée, dans un contexte marqué à la fois par un léger resserrement des conditions d'octroi et par un net recul de la demande des ménages. Cette évolution a été observée dans toutes les régions.

Le recul de la production de crédits a concerné aussi bien le financement des logements neufs que celui des logements anciens et a affecté l'ensemble des catégories d'emprunts. Il a été particulièrement sensible pour les prêts relais dont la part dans le total des crédits a continué de décliner. Enfin, la durée initiale moyenne des prêts à l'habitat a légèrement diminué au début de l'année 2012.

La baisse de la production s'est effectuée dans le contexte de légère remontée des taux d'intérêt qui a prévalu jusqu'au tout début de l'année 2012. Depuis quelques mois, celle-ci a fait place à une sensible détente. Les taux d'intérêt des crédits à court terme ou à taux variable ont également fléchi, dans le sillage de la baisse des taux du marché monétaire.

Mots clés : crédits nouveaux à l'habitat, taux d'intérêt bancaire,
durée des prêts à l'habitat

Code JEL : G1

I | L'effet prépondérant de la diminution de la demande de crédits à l'habitat

I | I Les critères d'octroi des crédits à l'habitat ont été à nouveau légèrement resserrés au printemps 2012...

Selon l'enquête trimestrielle de la Banque de France sur la distribution du crédit (cf. annexe), les banques commerciales ont, comme en 2011, resserré quelque peu leurs critères d'octroi de prêts à l'habitat au premier semestre 2012 (cf. graphique 1). Cependant, alors qu'en 2011 le coût des ressources était la principale raison avancée pour expliquer cette évolution, ce sont désormais les perspectives économiques qui semblent principalement préoccuper les prêteurs.

Par ailleurs, alors que les banques avaient fait état d'une réduction des marges appliquées aux prêts à l'habitat en 2010, puis d'un léger redressement en 2011, elles indiquent poursuivre la reconstitution des marges au premier semestre 2012. De plus, alors que les exigences en termes de garantie et de quotité de financement sont inchangées, les durées maximales des emprunt accordés ont en revanche été réduites.

Enfin, le durcissement des conditions d'octroi du prêt à taux zéro renforcé (PTZ+), en particulier l'introduction d'un plafond de ressources et la fin de l'éligibilité à

ce dispositif des acquéreurs de logements anciens (cf. encadré) a également affecté l'offre de crédits.

I | 2 ...tandis que la demande de crédits des ménages a fortement diminué...

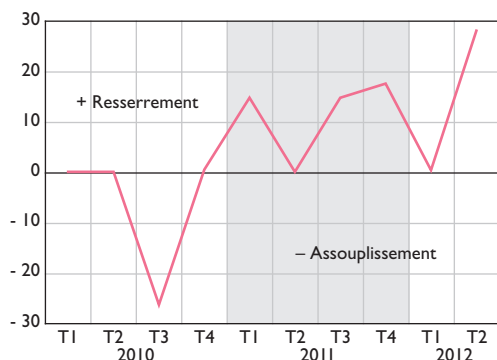
Les banques interrogées ont mentionné une demande de crédits des ménages en baisse de façon quasi continue depuis 2011 (cf. graphique 2). Cette perception d'un repli, imputé tant à la dégradation du climat économique qu'aux évolutions réglementaires et fiscales, est particulièrement répandue dans la première moitié de l'année 2012. En particulier, la modification des dispositions fiscales concernant les investissements immobiliers locatifs a pesé sur la demande (cf. encadré). Le tassement des prix de l'immobilier, voire des anticipations de retournement du marché, ont également pu inciter les acquéreurs potentiels à reporter leurs décisions d'achat.

I | 3 ...malgré le retournement à la baisse des taux d'intérêt

Après avoir atteint des plus bas historiques à la fin de l'année 2010, les taux d'intérêt des crédits à l'habitat sont remontés de façon quasi ininterrompue jusqu'au début de l'année 2012, augmentant au cours de cette période d'environ 50 points de base. À partir d'avril 2012, une phase de baisse s'est enclenchée

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

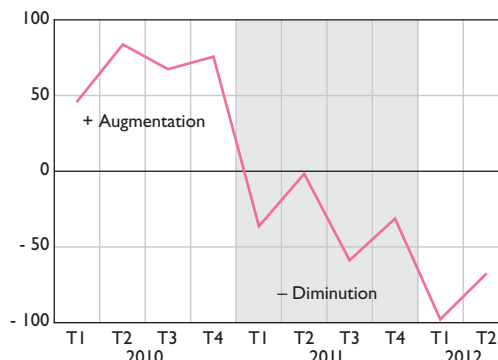
(solde d'opinions, en %)



Source : Banque de France

Graphique 2 Demande de crédits à l'habitat

(solde d'opinions, en %)



Source : Banque de France

ENCADRÉ

Les nouvelles dispositions fiscales de 2012

La loi de finances pour 2012 comporte plusieurs mesures concernant l'immobilier. Il s'agit, pour l'essentiel, de la modification des critères d'octroi des prêts à taux zéro renforcés (PTZ+) désormais accordés sous conditions de ressources, et de la réduction du dispositif d'incitation à l'investissement locatif (dispositif dit « Scellier »).

Le prêt à taux zéro renforcé (PTZ+)

• Modification des critères d'octroi du PTZ+

Les critères d'octroi du PTZ+ ont été modifiés le 1^{er} janvier 2012 (décret n° 2011-2059 publié au Journal Officiel du 31 décembre 2011). Entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2012, la refonte vise à recentrer le dispositif sur les primo-accédants – c'est-à-dire les personnes qui acquièrent leur première résidence principale ou qui n'ont pas été propriétaires depuis au moins deux ans –, les plus modestes, et en l'assortissant de conditions à visée écologique.

En premier lieu, le PTZ+ est désormais accordé sous conditions de ressources. Le montant accordé est calculé en fonction du revenu fiscal de l'emprunteur, du nombre de personnes occupant le logement, de la zone géographique du logement et de sa performance énergétique.

En deuxième lieu, le PTZ+ ne finance plus que l'acquisition de logements neufs. Des exceptions perdurent toutefois pour l'achat d'un logement ancien, mais elles sont soumises à des conditions relativement restrictives, telles que la réalisation de travaux de rénovation conséquents (fondation, mur porteur, ...) ou la vente par un bailleur social d'un logement à ses occupants.

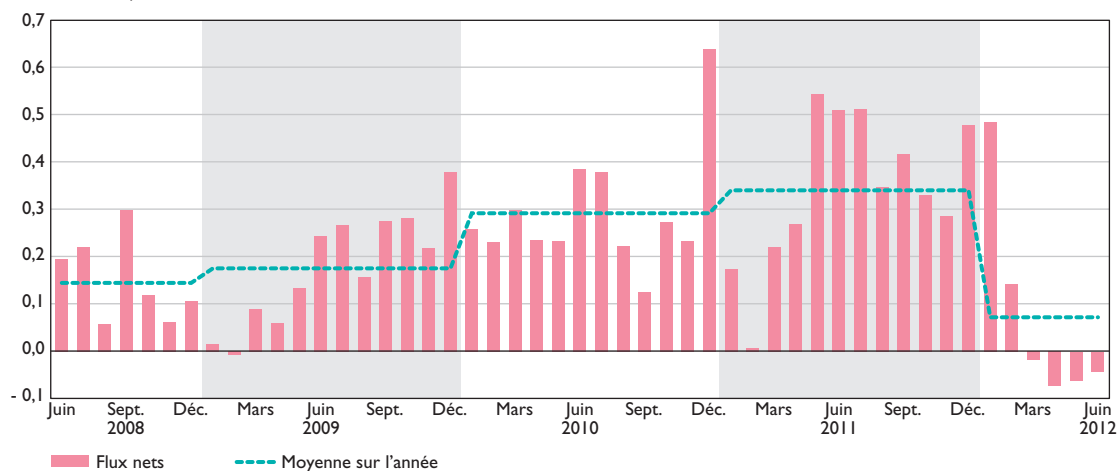
Enfin, la durée maximale d'amortissement du prêt est réduite à 25 ans, au lieu de 30 ans auparavant.

• Évolution des flux nets de prêts à taux zéro

La création du PTZ+ au début de l'année 2011 s'est accompagnée d'une nette augmentation des flux des prêts à 0 % (cf. graphique infra, qui inclut les éco-prêts¹). À l'inverse, depuis le début de l'année 2012, un net ralentissement est observé, et une contraction des flux nets s'est opérée depuis le mois de mars.

Flux nets de prêts à taux zéro

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

¹ Les éco-prêts ont été créés par la loi de finances 2009 et permettent, selon le même mécanisme que le prêt à taux zéro, de financer les travaux d'économie d'énergie et les éventuels frais induits par ces travaux afin de rendre un logement ancien plus économe en énergie, plus confortable et moins émetteur de gaz à effet de serre. Ils représentent néanmoins des montants bien inférieurs à ceux des prêts à taux zéro (cf. statistiques du Fonds de garantie de l'accès social à la propriété, accessibles sous le lien www2.sgfgas.fr).

.../...

Modification du dispositif d'incitation à l'investissement locatif

Pour bénéficier du dispositif d'aide à l'investissement locatif, l'investisseur devait, jusqu'en 2011, satisfaire à une obligation de mise en location du logement pendant une certaine durée et, dans certains cas, les loyers ne devaient pas excéder des plafonds fixés par décret.

Dans le dispositif fiscal d'incitation à l'investissement locatif « Scellier », qui s'est substitué aux dispositifs « Robien » et « Borloo populaire », le montant de la réduction d'impôt sur le revenu a été de nouveau réduit. Après avoir été abaissé une première fois de 25 % à 22 % en 2011, le taux de réduction d'impôt a été fixé à 13 % le 1^{er} janvier 2012. En outre, à cette date, les investissements locatifs « Scellier » en logements non « Bâtiment basse consommation » ont été supprimés.

Modification des conditions d'obtention de l'abattement sur les plus-values immobilières réalisées lors de la vente d'une résidence secondaire

À partir du 1^{er} février 2012, les conditions d'obtention de l'abattement sur les plus-values immobilières réalisées lors de la vente d'une résidence secondaire ou d'un bien occupé par un tiers (mis en location), qui sont calculées sur la base de la durée de détention du bien, ont été modifiées, le délai au terme duquel intervient l'exonération totale des plus-values ayant été porté de 15 ans à 30 ans.

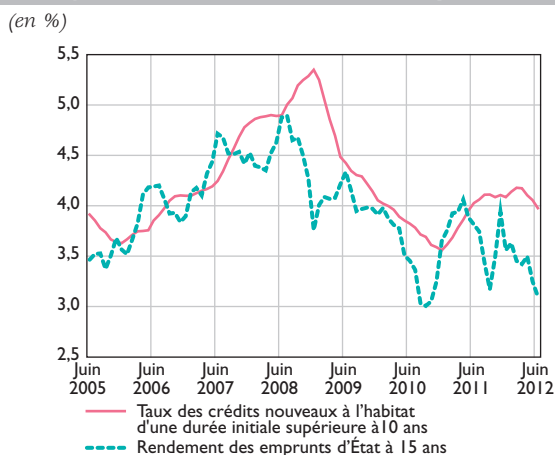
dans le sillage de la diminution des taux de marché. Le taux moyen des crédits à taux fixe de durée initiale¹ supérieure à 10 ans, qui représentent plus des deux tiers des crédits à l'habitat accordés aux ménages, est ainsi revenu aux environs de 4 %, niveau comparable à celui de la mi-2011.

Les taux des crédits de durée initiale inférieure ou égale à 10 ans ont connu globalement la même évolution que ceux des crédits de durée initiale supérieure, augmentant jusqu'au début de l'année 2012 puis baissant ensuite. Les taux des crédits les plus courts et des crédits à taux variable ont fléchi de façon plus marquée du fait du repli très prononcé des taux du marché monétaire.

D'une manière générale, les taux des crédits immobiliers ont suivi la tendance générale de ceux des emprunts d'État (cf. graphique 3). L'écart avec ces derniers, qui s'était nettement réduit au début de l'année 2011, jusqu'à devenir légèrement négatif, s'est même à nouveau élargi avec la baisse du rendement des titres d'État observée au cours du premier semestre 2012. Cette évolution, qui reflète

en partie la reconstitution des marges opérée par les établissements bancaires, était nécessaire pour couvrir le coût des ressources mobilisées pour chacun des crédits accordés.

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



Source : Banque de France

¹ Les statistiques de taux d'intérêt publiées chaque mois par la Banque de France incluent, notamment, le taux des crédits nouveaux à l'habitat assorti d'une ventilation selon la période de fixation initiale du taux d'intérêt (PFIT). Lorsqu'il s'agit d'un crédit à taux fixe, la PFIT correspond à la durée initiale du crédit. Lorsqu'il s'agit d'un crédit à taux variable, la PFIT est égale à la période qui s'écoulera contractuellement entre l'obtention du crédit et la première révision du taux. Les crédits à l'habitat étant le plus souvent accordés à long terme, ceux de PFIT inférieure ou égale à un an correspondent le plus souvent à des crédits à taux révisable et à des prêts relais.

2| Recul de la production de crédits à l'habitat

2|1 Ralentissement graduel de la production de crédits à l'habitat depuis 2011

Depuis le début de l'année 2011, la production de crédits à l'habitat se modère progressivement (cf. graphique 4). Le flux comptabilisé au deuxième trimestre 2012 est revenu à 23 milliards d'euros, soit une baisse de 40 % par rapport au montant observé un an plus tôt, tout en demeurant supérieur au point bas touché début 2009. Le ralentissement de la distribution du crédit est toutefois mesuré, les montants accordés restant relativement proches de ceux observés en moyenne sur les dix dernières années.

La baisse de la production de crédit s'explique pour partie par un effet volume sur les ventes de logements neufs dont le nombre sur douze mois s'est établi à environ 101 000 unités à la fin du premier trimestre 2012, soit 9,4 % de moins que sur les quatre trimestres précédents ². Le nombre des transactions portant sur

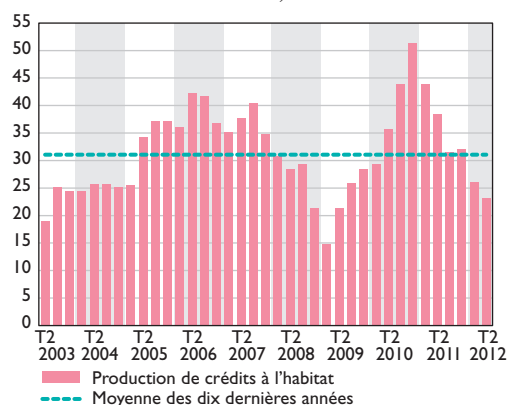
des logements anciens s'est, quant à lui, stabilisé à un niveau élevé au premier trimestre 2012, avec environ 800 000 transactions en cumul sur douze mois, soit sensiblement autant qu'en 2011 ³. Les dernières statistiques disponibles font néanmoins état d'un ralentissement sensible du volume de transactions à compter du deuxième trimestre de l'année 2012, l'assiette des droits de mutation immobiliers ayant baissé d'environ 30 % d'un trimestre sur l'autre ⁴.

La baisse des prix immobiliers de logements anciens, observée depuis le dernier trimestre 2011 ⁵ a également pu peser sur la production de crédits. Ces prix restent élevés du fait des fortes hausses passées, mais leur rapport au revenu disponible brut des ménages demeure légèrement en deçà du pic atteint en 2007 (cf. graphique 5).

Enfin, une augmentation du montant de l'apport personnel, part de l'opération non financée par un crédit ⁶, a été observée au début de l'année 2012. Cette évolution reflète sans doute un accès moins aisé à la propriété des ménages les plus modestes, mais elle pourrait contribuer, à terme, à réduire le taux d'endettement immobilier ⁷ des ménages qui s'est maintenu au deuxième trimestre 2012

Graphique 4 Crédits nouveaux à l'habitat

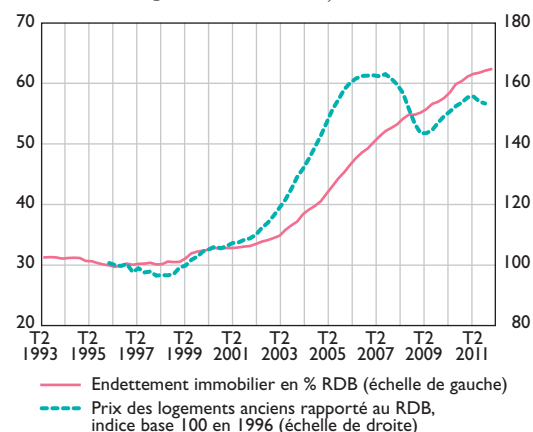
(flux trimestriel en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Graphique 5 Endettement immobilier des ménages et prix des logements anciens

(en % du revenu disponible brut - RDB)



Source : Insee - Banque de France

² Source : Commissariat général au Développement durable, Chiffres & statistiques, n° 319, mai 2012

³ Source : Commissariat général au Développement durable, d'après la direction générale des Finances publiques et les bases notariales. Chiffres disponibles jusqu'à mars 2012

⁴ Source : Commissariat général au Développement durable

⁵ En données non corrigées des variations saisonnières, les prix des logements anciens se sont repliés de -1,2 % au dernier trimestre 2011 et de -1,1 % au premier trimestre 2012 (source : Insee).

⁶ Cf. conférence de presse de l'Observatoire du Crédit Logement du 24 juillet 2012. Le taux d'apport personnel tel que défini réglementairement, donc incluant également des ressources telles que les prêts épargne-logement ou les prêts à taux zéro, s'est pour sa part replié jusqu'en 2011 (également Autorité de contrôle prudentiel (ACP) : Enquête annuelle sur le financement de l'habitat en 2011).

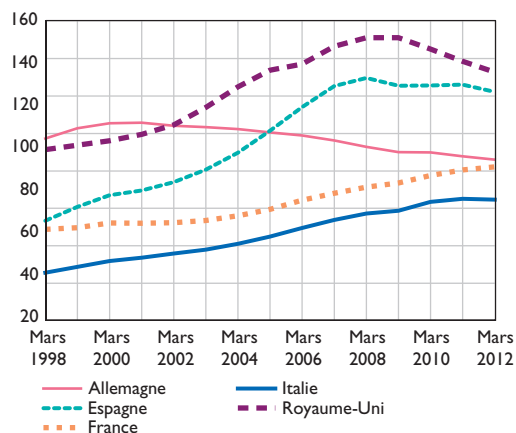
⁷ Le ratio d'endettement immobilier est égal au rapport entre l'encours de crédits à l'habitat et le revenu disponible brut annuel des ménages.

À ce sujet, il convient de rappeler que dans un courrier du 7 septembre 2011 adressé au président de la Fédération bancaire française, le gouverneur de la Banque de France recommandait le respect de principes de gestion rigoureuse des risques. Il y était notamment rappelé que les établissements de crédit devaient accorder une grande attention à ce que la charge de remboursement reste limitée à une proportion raisonnable du revenu disponible des emprunteurs. Par ailleurs, comme demandé par le Conseil de régulation financière et du risque systémique (Corefris) dans son rapport 2011, un *reporting* mensuel spécifique a été mis en place par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) auprès des principaux acteurs du financement de l'habitat en France afin de surveiller l'évolution de trois indicateurs de risque (taux d'effort des emprunteurs, rapport entre le montant des prêts et la valeur des biens financés et durée initiale des prêts).

Le recul de la production de crédits immobiliers a touché toutes les régions françaises mais de façon inégale⁸, allant de moins 20 % à moins 40 % sur un an. Il a également parfois été légèrement décalé dans le temps : les premières régions ayant atteint un point bas de production dès le troisième trimestre 2011 ont été la Basse et la Haute-Normandie, la Picardie, l'Aquitaine et la Corse tandis que les autres, notamment l'Île-de-France et Provence-Alpes-Côte d'Azur, l'ont atteint un trimestre plus tard.

Au premier trimestre 2012, la production de crédits à l'habitat a continué de reculer dans l'ensemble des régions, sauf en Champagne-Ardenne et en Franche-Comté où la croissance a repris (cf. graphique 7). Ailleurs, les baisses restent souvent marquées. Elles semblent d'autant plus prononcées que les régions sont moins peuplées (Auvergne, Centre, Limousin et Haute-Normandie). L'Île-de-France continue de concentrer plus de 20 % de la production de crédits nouveaux à l'habitat. Cette part est en légère

(en % du revenu disponible brut)



Sources : Insee – Banque de France

La carte de France illustre la répartition des communes par nombre de logements vacants en 2017. Les communes sont colorées en fonction du pourcentage de logements vacants :

- supérieur à 0** (bleu foncé)
- de 0 à 10** (bleu moyen)
- de -10 à -20** (bleu clair)
- inférieur à -20** (bleu très clair)

Les données de la carte sont les suivantes :

Commune	Nombre de logements vacants
Commune 1 (Nord-Est)	17,8
Commune 2 (Nord-Est)	24,3
Commune 3 (Nord-Est)	-17,2
Commune 4 (Nord-Est)	-7,8
Commune 5 (Nord-Est)	2,6
Commune 6 (Nord-Est)	-15,6
Commune 7 (Nord-Est)	11,6
Commune 8 (Nord-Est)	4,2
Commune 9 (Nord-Est)	-8,6
Commune 10 (Nord-Est)	-15,4
Commune 11 (Nord-Est)	-10,8
Commune 12 (Nord-Est)	-13,1
Commune 13 (Nord-Est)	-13,7
Commune 14 (Nord-Est)	-17,3
Commune 15 (Nord-Est)	23,8
Commune 16 (Nord-Est)	-28,2
Commune 17 (Nord-Est)	-20,5
Commune 18 (Nord-Est)	-17,3
Commune 19 (Nord-Est)	-16,3
Commune 20 (Nord-Est)	-15,0

Source : Banque de France

8 Source « Centralisation des crédits nouveaux à l'habitat » menée chaque trimestre par la Banque de France.

diminution par rapport à la mi-2010. Cela tient à la fois à la forte densité de population au sein de cette région et à une progression des prix plus forte qu'ailleurs.

2 | 3 Replis d'amplitudes voisines des crédits finançant un logement neuf ou ancien

La baisse de la production des prêts à l'habitat observée depuis le premier trimestre 2011 est également répartie entre les crédits finançant l'achat d'un logement ancien ou l'acquisition d'un logement neuf (y compris dans le cadre d'un investissement immobilier locatif). Assez prononcé au second semestre 2011, le recul s'est quelque peu atténué au début de l'année 2012 (cf. graphique 8).

Les financements destinés à l'amélioration et à l'entretien de l'habitat ont globalement suivi la même tendance que celle observée pour l'acquisition d'un bien immobilier. Ils se replient assez nettement depuis le milieu de l'année 2011, pâtissant du recul des ventes de logements anciens.

Les crédits nouveaux à l'habitat financent principalement des acquisitions de logements anciens, dont la part est globalement stable aux alentours de 60 %. Le financement de logements neufs représente quant à lui environ 30 % du montant total et celui des travaux environ 10 %.

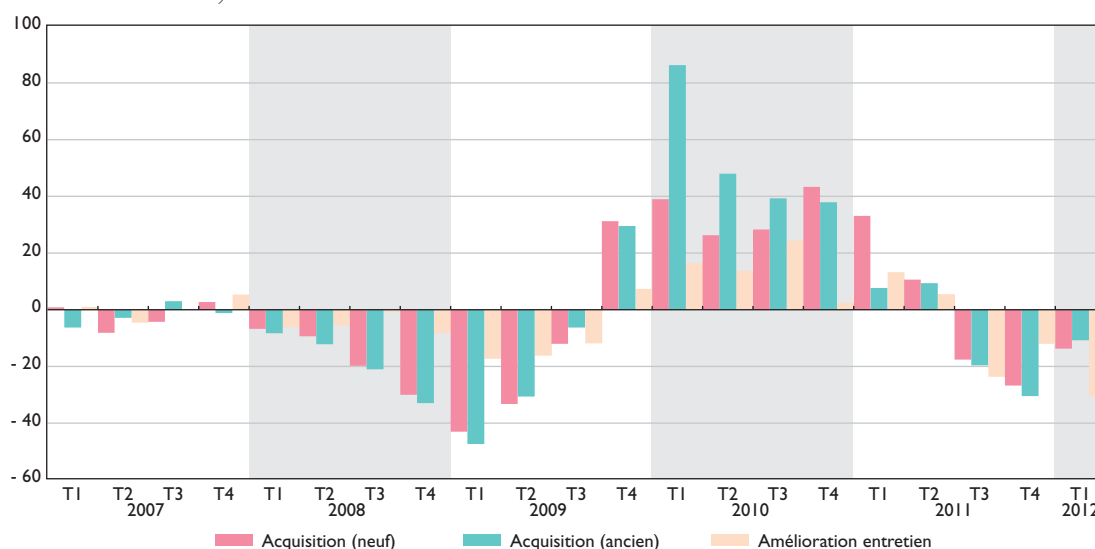
2 | 4 La part des crédits à taux variable reste minoritaire

Les crédits à l'habitat à taux variable (ou de durée initiale inférieure à un an) restent très minoritaires dans la production de prêts à l'habitat. En 2011 et au cours du premier semestre 2012, leur part a fluctué autour de 10 %⁹ (cf. graphique 9), niveau qui reflète le peu d'appétence des ménages français pour ce type de prêt. Sur ce point, la France se distingue de la plupart des autres pays de la zone euro où la part moyenne des crédits à taux variable dépasse 30 %. Cette spécificité française ne paraît pas devoir être remise en cause par la nouvelle augmentation, depuis le début de l'année 2012, de l'écart de taux entre crédits à long terme et crédits à court terme.

Dans le même temps, la part des crédits de durée initiale comprise entre cinq et dix ans est restée stable, aux alentours de 12 %, depuis le début de l'année 2011. Les flux des prêts d'épargne-logement et des crédits nouveaux contractés à la suite du rachat d'un crédit, qui constituent la majeure partie de cette catégorie des prêts à l'habitat, ont connu des évolutions contrastées qui se sont compensées depuis 2011. Le volume des prêts d'épargne-logement, en baisse quasi continue de fin 2008 à fin 2010, s'est légèrement redressé depuis, tandis qu'à l'inverse les rachats de crédit se sont raréfiés, confirmant

Graphique 8 Affectation des crédits nouveaux à l'habitat

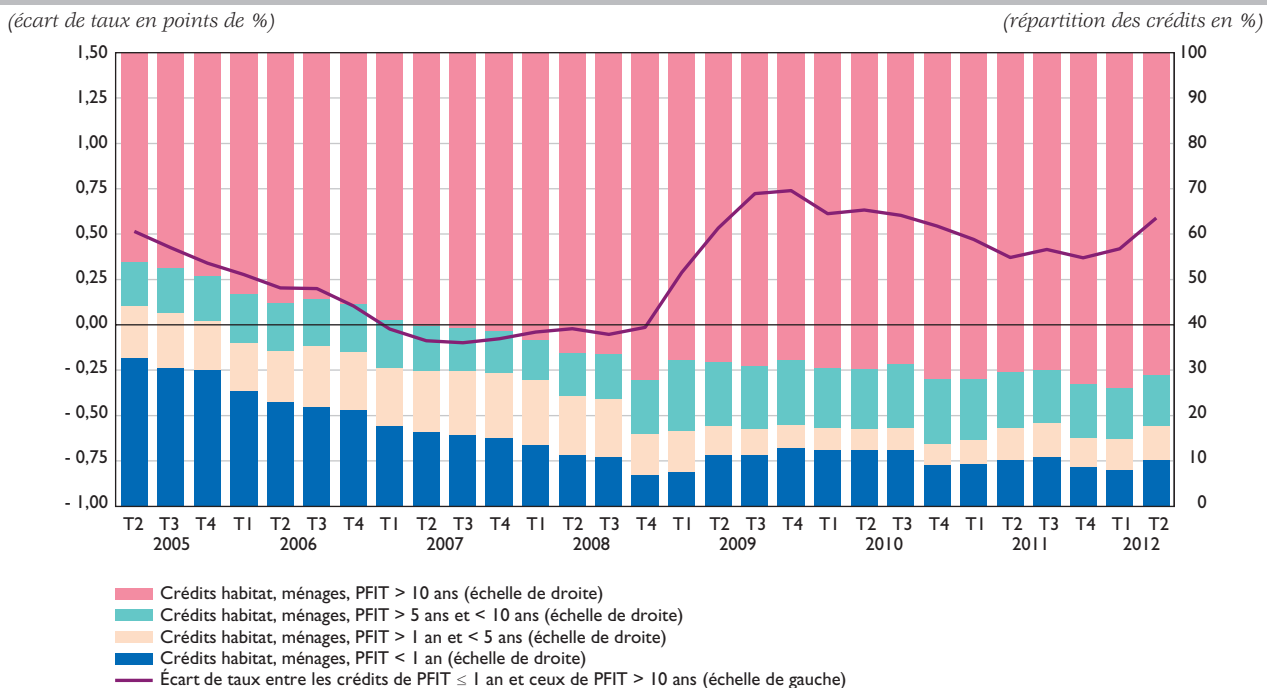
(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

⁹ Ce chiffre est une approximation et correspond à la part des crédits de période de fixation initiale des taux (PFIT) inférieure à un an dans le total des crédits nouveaux qui sont constitués principalement de crédits à taux variables et très accessoirement de prêts à taux fixe de durée initiale inférieure à un an.

Graphique 9 Répartition par durée initiale des flux de crédits à l'habitat



Source : Banque de France

l'évolution entamée au moment de la remontée des taux d'intérêt.

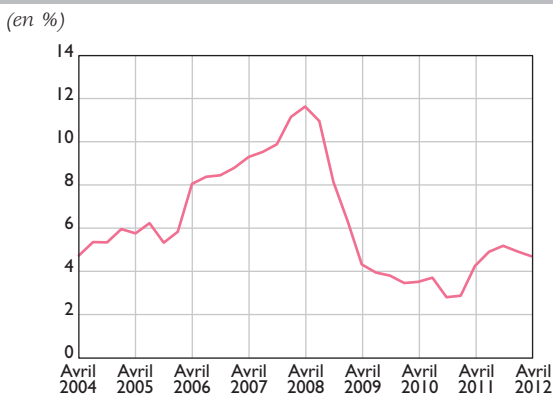
Enfin, la part des crédits de durée initiale comprise entre un et cinq ans, qui se composent essentiellement de prêts relais et de prêts travaux, reste faible depuis 2010, allant même jusqu'à tomber temporairement en dessous de 5 %. Au total, il en est résulté une très légère hausse de la part des prêts de durée initiale supérieure à 10 ans, c'est-à-dire des prêts de longue durée à taux fixe, celle-ci représentant plus de 70 % des crédits nouveaux au deuxième trimestre 2012.

2|5 La production de prêts relais à nouveau en repli

Sur les premiers mois de l'année 2012, la production de prêts relais a diminué, leur part repassant en dessous de 5 % (cf. graphique 10) sans toutefois retomber au niveau de son plus bas observé fin 2010. Les raisons de cette baisse sont diverses. Elle s'explique pour partie par le reflux du nombre des transactions immobilières, mais aussi par le renchérissement du coût de ces concours. En effet, leurs taux effectifs

au sens étroit — c'est-à-dire hors frais de dossier et d'assurance — s'accroissent depuis le début de l'année 2011. En outre, la différence observée entre le taux effectif global et le taux effectif au sens étroit est remontée à près de 90 points de base dans la première moitié de 2012, soit un niveau élevé au regard des conditions pratiquées antérieurement à la crise. Enfin, la conjoncture économique difficile, qui fait peser une incertitude accrue sur l'évolution des revenus

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



Source : Banque de France

des ménages, peut les dissuader de recourir à un prêt relais et les conduire à réaliser des actifs financiers ou à finaliser la vente de leur ancien logement avant d'en acquérir un nouveau.

2|6 Baisse de la durée moyenne des crédits à l'habitat

La durée initiale moyenne des crédits nouveaux à l'habitat s'est réduite au cours de la première moitié de l'année 2012, revenant à son niveau de début 2009 (cf. graphique 11). Si l'on exclut les prêts relais du calcul, la durée initiale moyenne a également baissé pour se situer autour de 220 mois, soit un peu moins de 18 ans.

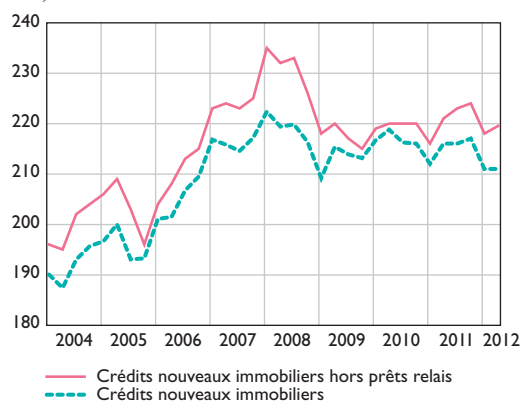
Les crédits compris entre 15 et 25 ans restent prépondérants (cf. graphique 12) dans la production des crédits nouveaux à l'habitat. Ils représentaient 53 % en avril 2012, proportion relativement stable par rapport à celle observée un an auparavant. La production de prêts de très longue durée, c'est-à-dire ici d'une durée initiale supérieure ou égale à 30 ans, est

désormais nettement inférieure à 1 %. Ce tarissement s'explique en grande partie par la réduction de la durée maximale du PTZ+ qui a été ramenée de 30 ans à 25 ans au 1^{er} janvier 2012. Cette réforme a donc un impact modeste sur les montants distribués, mais, tirant la leçon des excès d'endettement constatés dans différents pays, contribue incontestablement à la protection des candidats à l'emprunt les plus modestes en prévenant des prises de risque parfois mal mesurées de leur part.

En conclusion, les tendances récentes du marché du crédit à l'habitat des ménages font apparaître une légère diminution des facteurs de risque tels que rappelés par le Corefris dans son rapport 2011. La limitation de la durée initiale des crédits immobiliers et le maintien des taux d'apport personnel à un niveau approprié peuvent en effet être considérés comme des éléments de stabilisation d'un marché immobilier sur lequel les prix ont désormais cessé de progresser. Cependant, si l'on veut que ces prix restent contenus à moyen et long terme, l'offre de terrains à bâtir devra être développée, notamment dans les zones où la demande reste forte.

Graphique 11 Durée initiale moyenne des crédits nouveaux à l'habitat

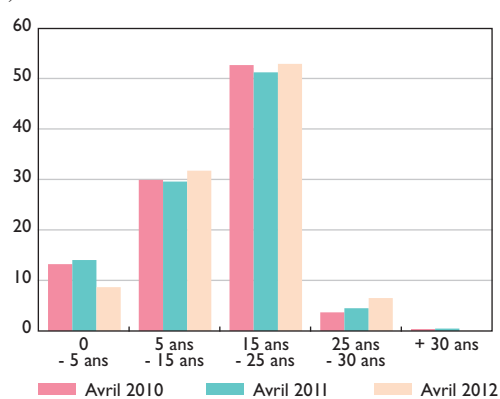
(en mois)



Source : Banque de France

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

(en %)



Source : Banque de France

Annexe

Données utilisées

Les données utilisées dans cet article concernent les crédits obtenus par les ménages résidant en France. Elles sont principalement issues de quatre sources :

- 1) **L'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit** conduite par la Banque de France auprès d'un échantillon représentatif d'établissements de crédit. Cette enquête qualitative, menée par l'ensemble des banques centrales nationales de l'Eurosystème selon une méthodologie harmonisée, porte principalement sur les critères d'octroi et conditions de crédit, la perception par les établissements prêteurs de l'orientation de la demande des entreprises et des ménages, ainsi que les facteurs susceptibles d'expliquer les évolutions de l'offre et de la demande de crédit.
- 2) **Les statistiques mensuelles de taux d'intérêt et de flux sur les contrats nouveaux**, transmises à la Banque centrale européenne dans le cadre de la contribution française aux statistiques de taux d'intérêt bancaires de l'Eurosystème. Ces données recueillies auprès d'un échantillon représentatif d'établissements de crédit portent à la fois sur les taux des contrats nouveaux et sur leur montant. Elles sont ventilées entre crédits aux ménages et crédits aux sociétés non financières et, au sein de la catégorie « ménages », entre crédits à la consommation et crédits à l'habitat. À la différence de la centralisation des crédits nouveaux à l'habitat, les prêts aidés (tels que le prêt à taux zéro) sont inclus dans ces statistiques, de même que les renégociations de contrats. Une présentation détaillée de ces statistiques est disponible sur le site internet de la Banque de France ¹.
- 3) **L'enquête trimestrielle sur le coût du crédit**, effectuée pour calculer les taux de l'usure. Cette enquête recense, ligne par ligne, l'ensemble des prêts accordés au cours du premier mois de chaque trimestre par un échantillon représentatif de guichets bancaires et d'établissements de crédit spécialisés. Le montant, le taux, l'objet et la durée de chaque crédit sont renseignés. Cette collecte permet en particulier d'identifier les prêts relais au sein des crédits nouveaux à l'habitat. Elle fournit également une répartition des crédits nouveaux par durée, contrairement à la collecte mensuelle des taux d'intérêt sur les contrats nouveaux, qui ventile les crédits à l'habitat selon la période de fixation initiale du taux.
- 4) **La centralisation des crédits nouveaux à l'habitat**, menée chaque trimestre par la Banque de France auprès d'un panel d'établissements de crédit signataires d'une convention spécifique. Cette enquête recense le total des crédits nouveaux à l'habitat non aidés (prêts du secteur concurrentiel, prêts conventionnés et prêts d'épargne-logement) accordés par les établissements de crédit participants, étant entendu que le montant total d'un prêt est comptabilisé dès le premier versement. Le crédit est ventilé par objet entre construction ou acquisition d'un logement neuf, acquisition d'un logement ancien, travaux de gros entretien ou d'amélioration. Les données sont collectées par département, puis agrégées au niveau national.

¹ http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Economie-et-Statistiques/Titres_Credits_Depots/tibe.pdf

Évolution des déséquilibres courants dans la zone euro : choc de compétitivité ou choc de demande ?

Guillaume GAULIER et Vincent VICARD

Direction des Études macroéconomiques et structurelles

Service d'Étude sur la compétitivité et les échanges extérieurs

Les déséquilibres croissants des transactions courantes dans la zone euro ne résultent pas principalement de divergences des performances à l'exportation entre pays excédentaires et pays déficitaires. Tandis que la dynamique des transactions courantes est corrélée avec les coûts unitaires du travail (CUT) et les importations, ce n'est pas le cas pour les exportations. La dégradation de la compétitivité-coût ne semble pas être la cause des déficits mais plutôt un symptôme d'un choc de demande se traduisant par une dérive des prix concentrée dans le secteur abrité de la concurrence internationale. Une décomposition de la dynamique des CUT à partir de données sectorielles détaillées montre en effet que l'essentiel de la dégradation de la compétitivité-coût s'explique par la hausse des prix dans le secteur abrité. Dans la plupart des pays déficitaires le secteur exportateur semble en mesure de répondre à une demande extérieure plus dynamique, notamment dans le cadre d'un rééquilibrage symétrique de la demande à l'intérieur de la zone euro mettant à contribution les pays excédentaires.

Mots clés : déséquilibres courants, compétitivité, performances exportatrices, zone euro

Codes JEL : F14, F32, F41

L'accentuation des déséquilibres au sein de la zone euro depuis la création de l'euro est allée de pair avec un compte des transactions courantes équilibré de la zone avec le reste du monde (cf. graphique 1). Aux déficits croissants des transactions courantes dans les pays en crise ont correspondu des excédents croissants en Allemagne, aux Pays-Bas et en Autriche. Les pays présentant un déficit structurel des transactions courantes (Espagne, Grèce et Portugal) ont vu s'aggraver celui-ci, qui a atteint plus de 10 % du PIB en 2007, tandis que la France et l'Italie passaient d'un excédent à un déficit (respectivement de - 1,0 % et - 2,4 % en 2007). Ces déséquilibres durables des transactions courantes ont pu jouer un rôle déterminant dans la crise actuelle de la zone euro (Lane et Milesi-Ferretti, 2011).

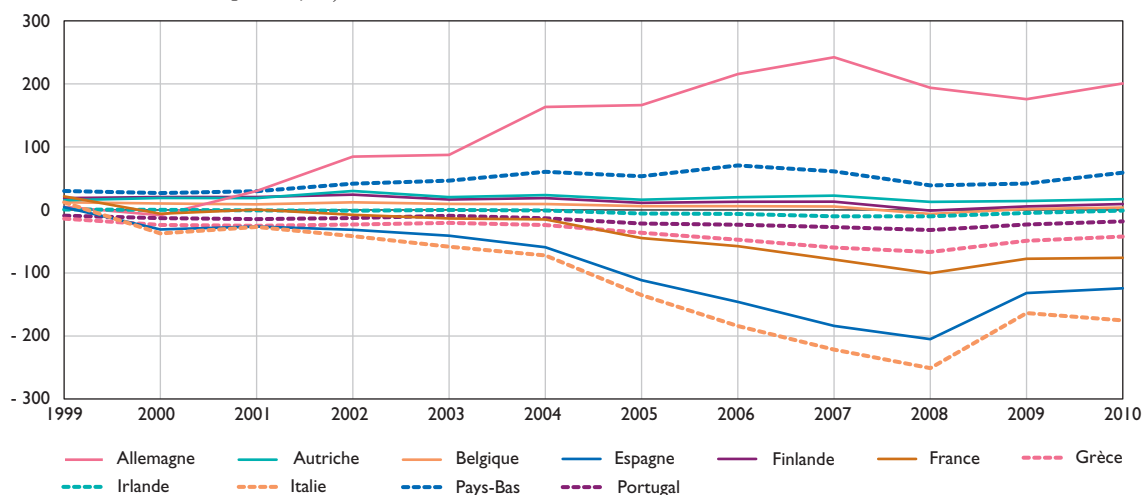
Les déficits ou les excédents courants ne sont pas en eux-mêmes des indicateurs de performance économique ou de vulnérabilité et leur creusement progressif dans la zone euro a été longtemps négligé (Giavazzi et Spaventa, 2010). Les déséquilibres peuvent être « bons » ou « mauvais », selon qu'ils reflètent des facteurs de convergence (flux de capitaux des pays riches de l'Union européenne (UE) vers les pays plus pauvres en rattrapage) ou une mauvaise allocation des capitaux (essor du crédit privé déconnecté de l'investissement productif, bulles immobilières...). Si, au plan mondial, les flux de capitaux ne se dirigent

pas systématiquement des pays riches vers les pays pauvres, c'est le cas au sein de l'UE (Blanchard et Giavazzi, 2002), conformément au processus de convergence induit par l'intégration européenne des marchés des capitaux et des biens. Lane et Pels (2012) confirment que les flux de capitaux vont des pays riches de l'UE vers les pays pauvres depuis la mise en place de l'euro et montrent que les anticipations de croissance étaient meilleures pour les pays déficitaires. Les déterminants des déséquilibres des transactions courantes intra-zone euro sont toutefois difficiles à identifier « de manière robuste », *ex ante* aussi bien qu'*ex post* (Eichengreen, 2010). Dans cet article, nous cherchons à identifier les sources des déséquilibres, en exploitant l'information apportée par l'analyse des performances commerciales et des coûts unitaires du travail.

Tandis que les variations des soldes des transactions courantes des pays de la zone euro sont corrélées à celles des coûts unitaires du travail et à celles des importations, ce n'est pas le cas pour les exportations. Ces dernières sont très faiblement corrélées tant aux transactions courantes qu'aux coûts unitaires du travail (CUT) : des pays comme l'Espagne ou la Grèce, déficitaires et ayant connu une dérive de leurs coûts relativement à l'Allemagne, ont enregistré des progressions de leurs exportations de biens et de services analogues à celles de l'Allemagne au

Graphique 1 Soldes des transactions courantes

(en milliards d'euros, cumul surplus/déficit)



Source : Eurostat

cours de la période 1999-2007. D'autres pays, comme l'Italie ou le Portugal affichent des performances exportatrices satisfaisantes. Ce constat est renforcé si on extrait des taux de croissance de leurs exportations l'influence de spécialisations défavorables, dont on peut penser qu'elles ne reflètent pas un problème de compétitivité-coût ou de compétitivité-prix.

Une décomposition des CUT montre que leur croissance a été tirée presque exclusivement par la progression des prix de la valeur ajoutée dans le secteur des services non échangeables ou de la construction : l'essentiel de l'appréciation des coûts unitaires du travail s'explique par l'évolution des prix dans ces secteurs, avec un effet plus important dans les pays en crise de la zone euro.

Les observations faites quant aux principales corrélations et aux contributions des différents facteurs ou secteurs aux évolutions des exportations ou des CUT tendent à favoriser une explication de la montée des déséquilibres (et donc probablement de la mise en place de certaines conditions de la crise actuelle) par un choc asymétrique de demande plutôt que par un choc de compétitivité dans les échanges. L'afflux de capitaux vers le secteur abrité des pays de la périphérie lié aux anticipations de rendements élevés a suscité un choc de demande conduisant simultanément à la hausse des CUT (par la hausse des prix dans le secteur abrité) et l'accumulation de déficits courants (par la hausse des importations). Ce choc de demande ne semble pas, en général, avoir mis à mal la capacité des secteurs exportateurs à répondre à la demande étrangère.

La suite de l'article s'organise de la façon suivante : la section 1 examine les relations apparentes entre soldes des transactions courantes, CUT, importations et exportations, pour ces dernières la performance exportatrice est isolée des effets de spécialisation ; la section 2 propose une décomposition des coûts unitaires du travail. Une dernière section conclut en montrant que l'hypothèse d'un choc de demande est susceptible de rendre compte des faits stylisés mis en évidence.

I | Déséquilibres commerciaux, compétitivité et performance exportatrice

I | I Prépondérance des importations dans la formation des déséquilibres commerciaux au sein de la zone euro

L'évolution des soldes courants nationaux entre 1999 et 2007 est corrélée à l'évolution de la compétitivité-coûts comme le montrent les graphiques 2 : les pays qui ont amélioré leur solde courant sur la période (en points de pourcentage du PIB) sont ceux dont les CUT ont stagné (Allemagne, Autriche, Pays-Bas) tandis que les pays dont le solde courant s'est détérioré ont enregistré des progressions importantes de leurs CUT (Grèce, Espagne, Irlande). Le Portugal est une exception parmi les pays périphériques dans la mesure où son déficit courant existait déjà largement avant l'euro¹. En dépit de cette corrélation le rôle des écarts de compétitivité externe, définie comme la capacité à répondre à la demande sur des marchés ouverts, dans la formation des déséquilibres courants, n'est pas établi. En effet, les pays qui ont vu leur compétitivité-coût se dégrader n'ont pas systématiquement ni même généralement enregistré de pertes de parts de marché à l'exportation relativement aux pays excédentaires. L'évolution des exportations apparaît largement décorrélée (bien qu'avec les signes attendus) à la fois des variations des CUT et de celles des comptes courants (corrélation de - 0,05 et de 0,05 respectivement).

L'Allemagne et l'Autriche, atypiques au regard de la stagnation de leurs CUT, affichent une croissance moyenne de leurs exportations analogue à celle de la Grèce ou de l'Espagne, dont les CUT ont progressé de plus de 3 % l'an en moyenne. La France, en revanche, a enregistré une progression de ses CUT analogue à la moyenne de ceux de la zone euro et une très faible croissance de ses exportations.

¹ Au Portugal, et dans une moindre mesure en Grèce, les déficits structurels de la balance commerciale ont été contrebalancés de 1980 au milieu des années quatre-vingt-dix par d'importants excédents au titre des transferts courants publics et des transferts effectués par les migrants, représentant jusqu'à 10 % du PIB pour le Portugal et 5 % pour la Grèce. L'érosion du solde des transferts publics (notamment les fonds structurels et de cohésion de l'UE, enregistrés également dans le compte de capital) et les transferts des particuliers avant la création de l'euro ont généré d'importants déficits structurels des transactions courantes atteignant 10 % du PIB au Portugal et plus de 5 % en Grèce, tandis que le déficit commercial est resté stable (graphiques de l'annexe I).

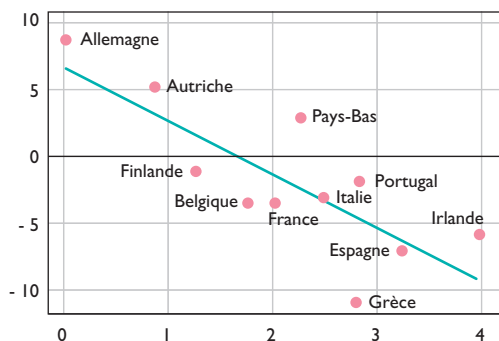
Graphiques 2 Variation des transactions courantes, coûts unitaires du travail, exportations et importations 1999-2007

(en %, exportations et importations en euros courants)

Compte courant et coûts unitaires du travail

Abscisses : coûts unitaires du travail (glissement annuel)

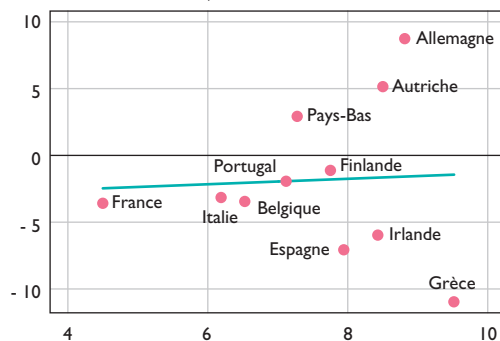
Ordonnées : compte courant (variation, points de pourcentage de PIB)



Compte courant et exportations

Abscisses : exportations biens et services (glissement annuel)

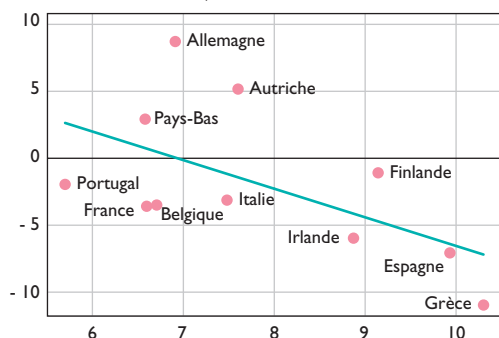
Ordonnées : compte courant (variation, points de pourcentage de PIB)



Compte courant et importations

Abscisses : importations biens et services (glissement annuel)

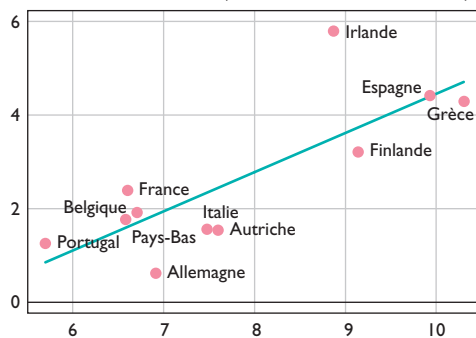
Ordonnées : compte courant (variation, points de pourcentage de PIB)



Demande intérieure et importations

Abscisses : importations biens et services (glissement annuel)

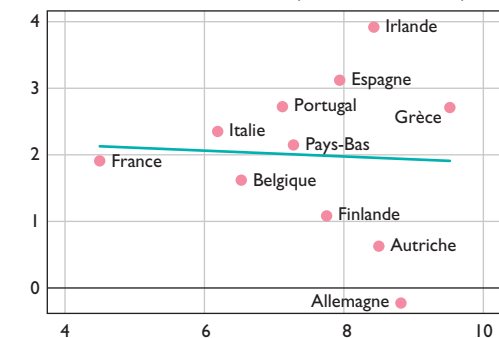
Ordonnées : demande intérieure (volume, glissement annuel)



Coûts unitaires du travail et exportations

Abscisses : exportations biens et services (glissement annuel)

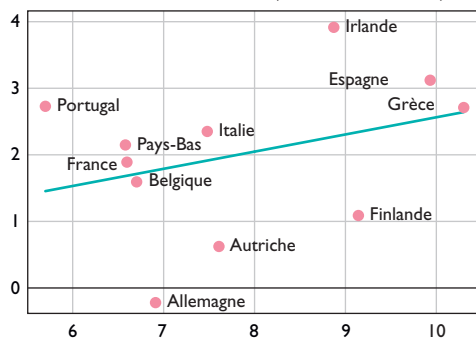
Ordonnées : coûts unitaires du travail (glissement annuel)



Coûts unitaires du travail et importations

Abscisses : importations biens et services (glissement annuel)

Ordonnées : coûts unitaires du travail (glissement annuel)



Source : Eurostat

Au contraire, les taux de croissance des importations sont corrélées aux évolutions des transactions courantes : le coefficient de corrélation entre le taux de croissance annuel des importations et les variations des transactions courantes est de $-0,58$. En outre, les variations de la demande intérieure sont corrélées à la fois aux transactions courantes et aux variations des CUT ($-0,69$ et $0,71$, respectivement).

I | 2 Hors effets de spécialisation, des performances exportatrices des pays périphériques souvent en ligne avec celles de l'Allemagne

La résistance des exportations de plusieurs pays ayant vu se dégrader leur compétitivité peut résulter du bénéfice d'un positionnement favorable, c'est-à-dire sur des marchés (produits, pays) dont la demande est soutenue. L'impact défavorable de la compétitivité pourrait alors ne plus apparaître.

Mais le constat de la faiblesse du lien entre compétitivité-coût et exportations est plutôt renforcé lorsque les spécialisations géographiques et sectorielles des pays sont prises en compte. Suivant Gaulier *et al.* (2012), nous décomposons la croissance des exportations sur la base d'une analyse de la variance pondérée des flux commerciaux élémentaires. Nous estimons l'équation suivante :

$$\dot{X}_{ijkt} = \alpha_{it} + \beta_{jt} + \gamma_{kt} + \varepsilon_{ijkt}$$

où α_{it} , β_{jt} et γ_{kt} sont des effets fixes exportateur, importateur et produit. Tous ces effets ont une dimension temporelle t . \dot{X}_{ijkt} est une mesure de la croissance des exportations au niveau désagrégé ².

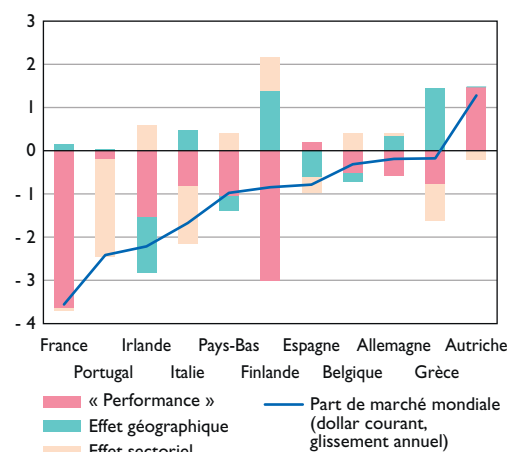
Ce modèle nous donne une évaluation à chaque date des dynamiques propres à chaque exportateur, importateur ou produit. La croissance des exportations de chaque pays (croissance des parts de marché dans

le graphique suivant) peut ensuite être décomposée entre un effet « performance » directement estimé et des effets spécialisation géographiques et sectoriels obtenus en croisant les effets spécifiques importateurs et produits (variables dans le temps) avec leurs poids pour le pays exportateur considéré. Les exportateurs qui ont des positions fortes sur les marchés de destination les plus dynamiques ou qui sont spécialisés dans les secteurs à forte croissance bénéficient, toutes choses égales par ailleurs, d'une croissance plus vigoureuse. La composante « performance » peut se lire comme la croissance des parts de marché d'un pays si sa spécialisation avait été parfaitement neutre, les points forts de sa spécialisation compensant exactement les points faibles.

Le graphique 3 présente la décomposition des dynamiques des parts de marché à l'exportation pour les pays de la zone euro sur la période allant de 1999 à 2007. Environ 5 000 catégories (système harmonisé à 6 chiffres) sont distinguées dans la dimension produit tandis que la couverture géographique est exhaustive. La performance à l'exportation purgée des effets spécialisation ressort comme nettement

Graphique 3 Analyse structure-résidu de la performance à l'exportation 1999-2007

(taux de croissance annuel moyen en %)



Sources : calculs Banque de France et Banque mondiale (cf. Gaulier *et al.* 2012) à partir de la base de données BACI du CEPII

² Nous utilisons une mesure qui possède les propriétés statistiques d'un changement de logarithme tout en nous permettant de prendre en compte les entrées et les sorties (sur les marchés produit ou pays), c'est-à-dire la marge extensive du commerce (Gaulier *et al.*, 2012).

défavorable pour la France et la Finlande. Le Portugal, l'Italie et la Grèce souffrent de leur spécialisation sectorielle (textile, concurrence des pays émergents) mais ont une performance spécifique proche de celle de l'Allemagne. Si l'on élimine les effets de sa spécialisation relativement défavorable, l'Espagne apparaît, sur la période, plus performante que l'Allemagne.

Parmi les pays déficitaires seule la France apparaît souffrir d'un problème de performance à l'exportation susceptible de refléter une compétitivité-coût ou hors-coût dégradée³. L'essentiel des pertes de parts de marché du Portugal et de l'Italie est attribué dans notre analyse statistique à des spécialisations défavorables. Ces spécialisations défavorables limitent les exportations et donc rendent plus difficile l'équilibrage du solde commercial pour une dynamique donnée de la demande intérieure mais la performance exportatrice propre de ces pays ne paraît pas refléter une compétitivité dégradée⁴.

Il est possible d'affiner la décomposition afin de séparer l'effet quantité de l'effet prix en utilisant des valeurs unitaires comme indicateur de prix (cf. le tableau de l'annexe 1). La plus grande partie de l'hétérogénéité de la dynamique ajustée des exportations est imputable aux volumes, les évolutions des prix entre les pays du « cœur » (Allemagne, France, Belgique, Autriche et Pays Bas) n'ayant enregistré que de très faibles différences. Les légères hausses des valeurs unitaires dans des pays comme l'Italie et l'Espagne peuvent, par ailleurs, résulter d'une amélioration de la qualité plutôt que d'un manque de compétitivité-prix (cette évolution serait cohérente avec les bonnes performances corrigées en termes de valeur).

Les secteurs exportateurs des pays déficitaires, même si sont considérés à la fois les biens et les services (ce qui n'est pas le cas pour notre décomposition, faute de données suffisamment détaillées dans les services), sont souvent jugés de taille trop réduite pour apporter un soutien important à la croissance. Notre analyse ne dit rien sur les niveaux d'équilibre des exportations, et donc

sur une éventuelle contreperformance « masquée » de pays situés en dessous de ces niveaux d'équilibre. Si l'Allemagne est retenue comme référence pour ce qui est de la taille du secteur exportateur dans l'économie alors on peut penser qu'un grand nombre de pays de la zone euro ne sont pas assez ouverts. Néanmoins, il convient de noter que la part des exportations (biens et services) dans les PIB des pays de la zone euro étaient assez similaires en 1999 (respectivement 30 %, 31 %, 32 % et 34 % pour l'Italie, l'Espagne, la France et l'Allemagne) et que leur divergence jusqu'en 2007 est principalement le fait d'une progression exceptionnelle de ce ratio pour l'Allemagne. En particulier, du fait d'une faible progression du PIB, l'Allemagne affichait en 2007 un taux d'exportation de 58 %, probablement inédit pour un grand pays avancé. Les pays déficitaires ont tous connu une progression de leurs exportations plus rapide que celle de leur PIB pour atteindre, dans le cas des grands pays, des taux d'exportation équivalents ou supérieurs à celui de l'Allemagne en 1999 ou avant la réunification.

I | 3 À côté des importations, les exportations ont participé au rééquilibrage des soldes des transactions courantes depuis 2008

Depuis le pic des déséquilibres intra-zone euro, les soldes des transactions courantes se sont partiellement réajustés par le biais d'une baisse limitée des excédents et des déficits. Les comptes courants se sont améliorés de quelque 5 % du PIB en Irlande, en Espagne, en Grèce et au Portugal entre 2008 et 2011 (cf. graphiques 4). Dans un premier temps, cet ajustement a résulté de l'effondrement des échanges à la suite de la crise financière de 2008-2009 : les effets de base impliquent une contraction des excédents comme des déficits à la suite de diminutions proportionnelles des exportations et des importations. En outre, l'Espagne, la Grèce, et l'Irlande dans une moindre mesure, ont également ajusté leurs transactions courantes par le

³ Les stratégies des entreprises multinationales ont peut-être joué un rôle dans l'effondrement de la part de marché de la France à l'exportation. En effet, pour s'assurer un accès aux marchés mondiaux, les multinationales françaises semblent avoir privilégié les investissements directs étrangers (IDE) (horizontaux) par rapport aux exportations. Il n'est pas facile de définir dans quelle mesure ces choix ont été déterminés par le manque de compétitivité-coût de leurs établissements en France. Dans le compte des transactions courantes de la France, les revenus des IDE compensent partiellement la chute des recettes nettes d'exportation, atténuant ainsi la détérioration de la position extérieure nette.

⁴ À ce stade notre analyse ne dit rien des déterminants de la compétitivité : il est possible pour un pays de compenser une compétitivité-coût dégradée par une compétitivité hors-coût améliorée pour obtenir une performance (hors spécialisation) favorable. Mais un manque de compétitivité-coût obère à plus ou moins brève échéance les capacités d'investissement dans le « hors-prix » (innovation, etc.), de telle sorte que les deux types de compétitivité sont liés.

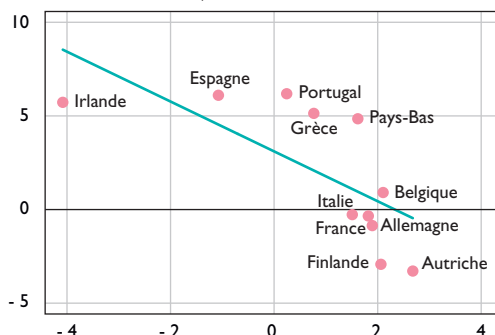
Graphiques 4 Variation des transactions courantes, coûts unitaires du travail, exportations et importations 2008-2011

(en %, exportations et importations en euros courants)

Compte courant et coûts unitaires du travail

Abscisses : coûts unitaires du travail (glissement annuel)

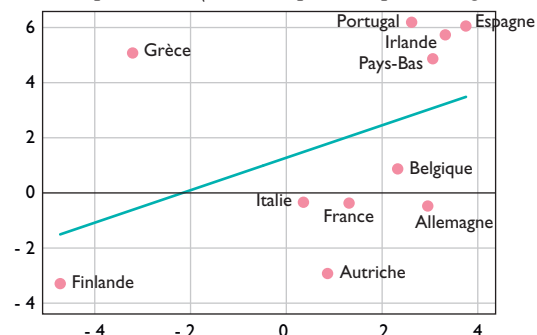
Ordonnées : compte courant (variation, points de pourcentage de PIB)



Compte courant et exportations

Abscisses : exportations biens et services (glissement annuel)

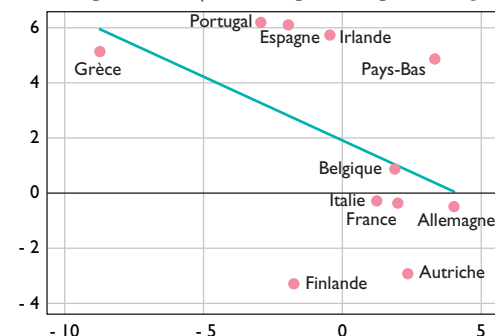
Ordonnées : compte courant (variation, points de pourcentage de PIB)



Compte courant et importations

Abscisses : importations biens et services (glissement annuel)

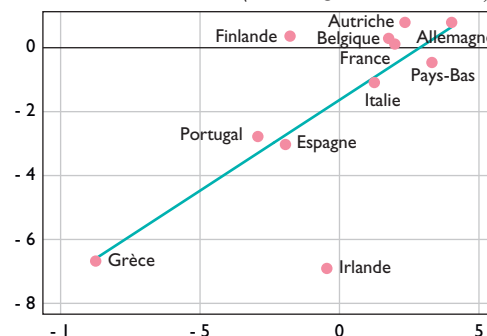
Ordonnées : compte courant (variation, points de pourcentage de PIB)



Demande intérieure et importations

Abscisses : importations biens et services (glissement annuel)

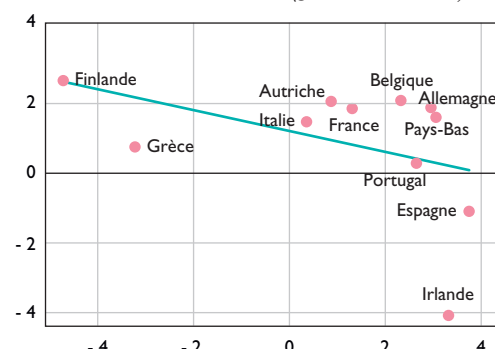
Ordonnées : demande intérieure (volume, glissement annuel)



Coûts unitaires du travail et exportations

Abscisses : exportations biens et services (glissement annuel)

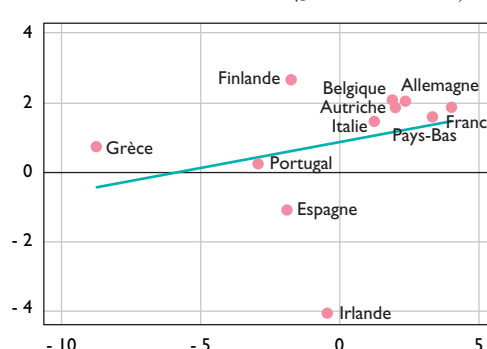
Ordonnées : coûts unitaires du travail (glissement annuel)



Coûts unitaires du travail et importations

Abscisses : importations biens et services (glissement annuel)

Ordonnées : coûts unitaires du travail (glissement annuel)



Source : Eurostat

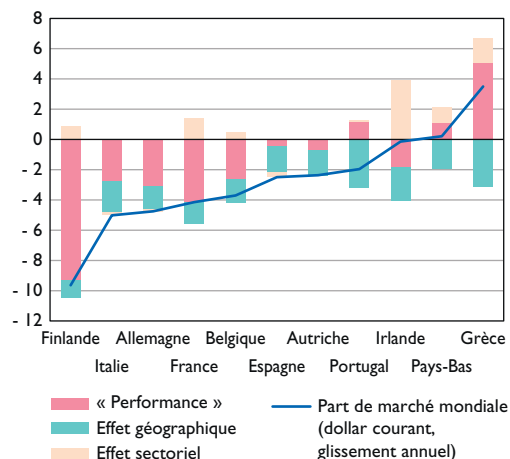
biais d'une baisse sensible de leurs importations en ligne avec la contraction de leur demande interne. Les plans de consolidation budgétaire ont un rôle important dans plusieurs pays. En 2011, un nouvel ajustement par le biais des importations a été renforcé par de bonnes performances à l'exportation en Espagne et au Portugal. Les taux de croissance des exportations de biens et de services proches de 13 % enregistrés dans ces pays en 2011 sont liés à des croissances des exportations de biens supérieures à la moyenne, notamment vers des destinations hors UE. La Grèce a également enregistré une forte croissance de ses exportations de biens (+ 18,4 %) mais ses exportations de services (qui dominent dans ses échanges et représentent 13 % du PIB contre 9 % pour les biens) sont demeurées atones⁵. L'Irlande constitue une exception puisque ses exportations ont mieux résisté que celles du reste du monde lors de l'effondrement des échanges, en particulier grâce à sa spécialisation dans les produits pharmaceutiques ; toutefois, la croissance de ses exportations est relativement faible depuis lors.

Dans l'ensemble, les graphiques 4 confirment que la croissance des exportations et la contraction des importations ont conjointement contribué aux ajustements des comptes courants depuis 2008. La partie inférieure droite des graphiques 4 illustre les hausses sensiblement plus importantes des CUT dans les pays excédentaires et la quasi-stagnation (Portugal) ou la baisse de ces coûts (Espagne et Irlande) dans les pays déficitaires⁶. La croissance des exportations et celle des CUT sont donc négativement corrélées depuis la crise, comme le montre la récente étude de Darvas (2012).

La décomposition statistique de la croissance des exportations de biens pour la période allant du deuxième trimestre 2008 au deuxième trimestre 2011 confirme cette évolution (cf. graphique 5). La Grèce, les Pays-Bas, le Portugal, l'Espagne et l'Autriche affichent de meilleures performances hors spécialisation que les autres pays de la zone euro. L'Irlande bénéficie d'une spécialisation sectorielle favorable, qui s'est avérée particulièrement positive lors de la crise. La spécialisation géographique sur les marchés européens est préjudiciable à l'ensemble des pays de

Graphique 5 Analyse structure-résidu de la performance à l'exportation T2 2008-T2 2011

(taux de croissance annuel moyen en %)



Source : calculs Banque de France et Banque mondiale (cf. Gaulier et al. 2012) à partir de données du CCI, Genève

la zone euro depuis 2008, la demande d'importation émanant des pays de la zone euro étant faible. La Grèce qui bénéficiait avant la crise d'une spécialisation géographique favorable (avec notamment l'importance des pays périphériques de l'UE dans ses exportations) souffre dans la période récente d'un handicap du même ordre ou supérieur à ceux de ses partenaires de la zone euro. Elle bénéficie toutefois d'une spécialisation sectorielle favorable grâce en particulier aux produits agricoles et agro-alimentaires dont la demande mondiale a bien résisté pendant la crise. L'effet spécialisation sectorielle ne compensant pas l'effet spécialisation géographique, la Grèce affiche une très bonne performance hors spécialisation : la Grèce gagne des parts de marché là où elle est présente dans le commerce de biens. Il est sans doute trop tôt pour dire si cette performance résulte d'un retournement à la baisse de ses prix ou de comportements des entreprises portant leurs efforts sur l'exportation étant donné la contraction de la demande intérieure grecque⁷.

Les éléments présentés dans cette section tendent à privilégier les écarts de dynamique de la demande

⁵ La mauvaise performance du secteur du tourisme en Grèce, orienté à l'exportation, est sans doute liée à des problèmes de compétitivité non imputables aux coûts.

⁶ La baisse des coûts unitaires de main-d'œuvre en Irlande peut également être imputable à des effets de composition (cf. Irish Central Bank Quarterly Bulletin, premier trimestre 2011 et Darvas, 2012).

⁷ On rappelle toutefois que la base exportatrice de la Grèce pour les biens est faible et les difficultés actuelles du secteur touristique (qui peuvent difficilement être imputées à un manque de compétitivité) viennent nécessairement dégrader la performance hors effets de spécialisation pour l'ensemble de l'économie (biens et services, non estimée ici).

intérieure, et donc des importations, comme responsable du creusement des déséquilibres de balances courantes entre 1999 et 2007. Leur résorption progressive coïncide avec un retournement à la baisse de la demande intérieure particulièrement marqué dans les pays déficitaires en proie à la crise mondiale puis à la crise de la zone euro. Rien n'indique que les exportations aient joué un rôle important : en dépit d'une compétitivité-coût dégradée, les pays périphériques ont assez bien préservé leurs parts de marché. Si l'on tient compte du handicap structurel que constitue souvent leur spécialisation tant géographique (exposition au marché européen) que sectorielle (poids des secteurs en concurrence avec les pays émergents) ils sont souvent parvenus à atteindre des performances exportatrices, donc hors effets de spécialisation, similaires à celle de l'Allemagne. Le rebond des exportations de biens de l'Espagne, du Portugal et de la Grèce en 2011 laisse penser que la compétitivité des secteurs produisant des biens échangeables ne s'est pas détériorée au cours de la période de hausse des déséquilibres.

2| Analyse de la dynamique des coûts unitaires du travail dans la zone euro

Comment réconcilier des performances satisfaisantes à l'exportation dans les pays de la périphérie de la zone euro avec une dégradation de la compétitivité-coût de ces pays ? À l'aide de données sectorielles détaillées couvrant la période 1999-2007 et en utilisant une décomposition des CUT comme le produit de la part des salaires dans la valeur ajoutée et des prix de la valeur ajoutée, nous évaluerons plusieurs hypothèses. Les entreprises peuvent choisir de ne pas répercuter (ou ne pas être en mesure de répercuter) dans leurs prix des hausses de salaires, cela en modifiant à leur détriment le partage de la valeur ajoutée (la part des salaires dans la valeur ajoutée est aussi le complément à 1 du taux de marge brut). Cette décomposition sera examinée au niveau sectoriel en distinguant les secteurs selon leur degré d'exposition à la concurrence internationale. Il sera ainsi possible d'évaluer dans quelle mesure le secteur exposé dans les pays déficitaires est parvenu à préserver sa compétitivité-prix. Le rôle des changements de

structure sectorielle dans l'évolution de la compétitivité mesurée pour l'ensemble de l'économie sera étudié dans l'annexe 2. Une compétitivité agrégée dégradée n'est en effet pas incompatible avec des compétitivités préservées secteur par secteur dans le cas d'effets de structure défavorables.

Les CUT sont souvent exprimés comme le ratio du salaire nominal et de la productivité du travail. Comme dans Felipe et Kumar (2011), nous examinons ici une autre décomposition algébrique qui nous permet de distinguer compétitivité-coût et compétitivité-prix : les CUT sont exprimés comme le produit de la part des salaires dans la valeur ajoutée et des prix de la valeur ajoutée.

$$CUT = \frac{\sum_i w_i}{\sum_i VA_i} P_{VA} \quad (1)$$

où w_i est la rémunération totale du travail dans le secteur i et VA_i est la valeur ajoutée nominale. Les variations des CUT résultent de deux mécanismes : d'une part, des modifications de la répartition de la valeur ajoutée entre travail et capital, et d'autre part des modifications de la compétitivité-prix (le prix de la valeur ajoutée).

Le tableau 1 représente les taux de croissance moyens des CUT entre 1999 et 2007 par grands secteurs d'activité et chaque composante des CUT selon la base de données EU KLEMS. La base EU KLEMS recense l'ensemble des données de la période 1999-2007 pour 62 secteurs d'activité dans 11 pays de la zone euro⁸. Nous assimilons le secteur manufacturier au secteur exposé et le reste de l'économie au secteur abrité⁹.

La partie supérieure du tableau 1 montre que les évolutions des CUT sont très variables d'un secteur à l'autre : le taux de croissance moyen des CUT dans le secteur manufacturier est inférieur à celui du reste de l'économie. Cela se vérifie en particulier en Allemagne, en France, en Irlande et au Portugal. Cette différence est en partie liée à la forte hausse des CUT dans le secteur de la construction en Espagne, en Irlande, au Portugal et en France (au contraire de l'Allemagne). L'Allemagne conserve toutefois

⁸ Pour une vue d'ensemble de la méthodologie et de l'élaboration de la base de données KLEMS, cf. O'Mahony et Timmer (2009) et www.euklems.net

⁹ Cette classification est évidemment grossière : certains pans du secteur des services, liés par exemple au tourisme ou au transport international, appartiennent également au secteur exposé dans certains pays, tandis que certaines industries manufacturières servent la demande interne et sont peu exposés à la concurrence étrangère.

Tableau I Coûts unitaires du travail, prix de la valeur ajoutée et part salariale 1999-2007

(taux de croissance annuel moyen en %)

Coûts unitaire du travail							
	Allemagne	France	Italie	Espagne	Irlande	Grèce	Portugal ^{a)}
Total économie	- 0,2	2,0	2,5	2,9	3,8	3,8	2,9
Total industries manufacturières	- 1,2	0,3	2,3	2,4	- 1,8	3,9	1,3
Agriculture, chasse, sylviculture et pêche	- 1,6	3,1	2,1	1,0	8,3	9,1	3,1
Exploitation minière et extraction	- 1,0	- 4,7	3,4	1,3	- 0,1	2,8	3,7
Fourniture d'électricité de gaz et d'eau	- 0,6	0,5	- 0,2	- 1,5	- 0,3	4,8	- 1,5
Construction	1,5	4,4	3,0	5,3	9,0	4,6	6,0
Commerce de gros et de détails	- 0,5	1,9	2,2	3,4	2,7	2,9	4,0
Hôtellerie et restauration	- 0,2	3,8	3,8	1,1	3,2	6,3	5,3
Transport, stockage et communication	- 1,9	- 0,3	- 0,5	2,6	1,7	1,2	- 0,5
Finance, assurance, immobilier et services aux entreprises	1,7	2,6	3,8	2,7	2,7	4,5	2,2
Services à la personne	0,4	3,0	3,0	3,3	7,3	4,2	4,1
Part des salaires dans la valeur ajoutée							
	Allemagne	France	Italie	Espagne	Irlande	Grèce	Portugal ^{a)}
Total économie	- 0,9	- 0,1	- 0,1	- 0,9	0,3	0,2	0,1
Total industries manufacturières	- 1,7	0,7	0,1	- 0,4	- 0,1	- 1,5	0,6
Agriculture, chasse, sylviculture et pêche	- 1,0	2,1	2,1	- 0,9	5,7	6,1	3,1
Exploitation minière et extraction	- 3,7	- 4,9	3,1	- 4,6	- 5,8	- 1,4	1,9
Fourniture d'électricité de gaz et d'eau	- 1,8	0,1	- 3,1	- 2,6	- 4,0	1,6	- 2,5
Construction	- 0,4	- 0,5	- 1,0	- 2,2	- 0,2	1,7	1,4
Commerce de gros et de détails	- 0,5	0,3	0,8	0,1	- 3,2	- 0,1	1,2
Hôtellerie et restauration	- 2,2	0,4	0,4	- 3,9	- 0,1	- 0,2	0,2
Transport, stockage et communication	- 1,7	- 0,8	- 1,3	0,2	- 1,9	- 1,9	- 1,0
Finance, assurance, immobilier et services aux entreprises	1,0	- 0,2	0,5	- 1,3	- 1,4	1,4	- 0,2
Services à la personne	- 0,5	- 0,1	0,0	- 0,4	0,4	- 0,2	- 0,6
Prix de la valeur ajoutée							
	Allemagne	France	Italie	Espagne	Irlande	Grèce	Portugal ^{a)}
Total économie	0,7	2,2	2,5	3,9	3,4	3,6	2,8
Total industries manufacturières	0,5	- 0,4	2,2	2,8	- 1,7	5,5	0,6
Agriculture, chasse, sylviculture et pêche	- 0,7	0,9	0,0	1,8	2,5	2,8	0,0
Exploitation minière et extraction	2,8	0,2	0,3	6,2	6,1	4,3	1,8
Fourniture d'électricité de gaz et d'eau	2,4	0,5	3,0	1,2	3,9	3,1	1,0
Construction	1,9	4,8	4,0	7,7	9,3	2,8	4,5
Commerce de gros et de détails	0,0	1,6	1,4	3,3	6,1	2,9	2,8
Hôtellerie et restauration	2,0	3,4	3,4	5,2	3,3	6,5	5,2
Transport, stockage et communication	- 0,2	0,4	0,7	2,4	3,7	0,8	0,5
Finance, assurance, immobilier et services aux entreprises	0,7	2,8	3,3	4,0	4,2	3,1	2,4
Services à la personne	0,9	3,1	3,0	3,7	6,9	4,4	4,8

a) 1999-2006

Source : EU KLEMS

un avantage en termes de compétitivité-coût lorsque celle-ci est mesurée dans le seul secteur manufacturier.

Toutefois, ces différences de compétitivité-coût ne se traduisent pas automatiquement par des différences de compétitivité-prix. Entre 1999 et 2007, le prix de la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier a effectivement diminué en Irlande et en France tandis qu'il a légèrement augmenté en Allemagne, de même qu'au Portugal. Dans ces deux premiers pays, les entreprises du secteur exposé ont réduit leurs marges bénéficiaires afin de faire face à la concurrence internationale en dépit de la hausse des coûts de main-d'œuvre relatifs. La compétitivité-prix dans le secteur manufacturier en France, aux Pays-Bas ou au Portugal ne s'est donc pas dégradée vis-à-vis de l'Allemagne, tandis que l'Italie et l'Espagne ont enregistré des pertes de compétitivité-prix par rapport à ce pays. Les écarts de compétitivité-prix dans les secteurs manufacturiers sont donc plus faibles que les divergences de compétitivité en termes de coûts. À moyen et long terme, ces compressions des marges bénéficiaires peuvent cependant réduire la capacité des entreprises à réaliser des investissements dans la compétitivité hors prix (R&D, qualité, pénétration des marchés étrangers...) et *in fine* réduire la taille du secteur exportateur par la sortie d'entreprises. Mais, peut-être à l'exception de la France, les pays actuellement déficitaires de la zone euro ont pu surmonter ce handicap.

Les différences entre les évolutions des prix de la valeur ajoutée en Allemagne et dans des pays déficitaires sont nettement plus importantes dans les secteurs abrités. Par exemple, les hausses des prix de la valeur ajoutée vont de 2,8 % en Grèce à 7,7 % en Espagne et 9,3 % en Irlande dans le secteur de la construction et de 3,0 % en Italie à 6,9 % en Irlande dans celui des services collectifs, sociaux et aux personnes.

La part des salaires dans la valeur ajoutée totale est restée stable dans la plupart des pays entre 1999 et 2007, à l'exception de l'Allemagne et de l'Espagne où elle a diminué de 0,9 % par an en moyenne. Dans le secteur manufacturier allemand, la diminution de la part des salaires est plus prononcée (- 1,7 % par an). Les entreprises allemandes n'ayant que partiellement répercuté la modération salariale dans leurs prix,

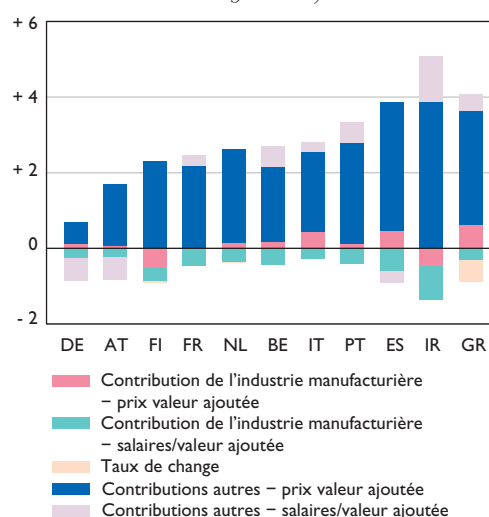
la faiblesse de la progression salariale a entraîné un transfert sans précédent de valeur ajoutée au profit des actionnaires en Allemagne (Askenazy *et al.*, 2011).

À partir de l'équation (1), nous pouvons calculer la contribution de chacune des deux composantes des CUT au niveau sectoriel à la croissance des CUT agrégés. Le graphique 6 montre que l'essentiel de l'appréciation des coûts unitaires du travail s'explique par l'évolution des prix dans le secteur abrité, l'incidence étant plus forte dans les pays de la zone euro en proie à la crise¹⁰. La contribution négative de la composante part salariale du secteur manufacturier correspond à la diminution de la part de l'industrie manufacturière dans la valeur ajoutée dans la plupart des pays, la part salariale de ce secteur étant élevée par rapport au reste de l'économie.

L'effet Balassa-Samuelson pourrait expliquer une croissance des salaires et des prix plus élevés dans les pays de la périphérie dans la mesure où ces pays peuvent être considérés comme des pays en rattrapage. En effet les pays à plus faible revenu rattrapent progressivement les niveaux de productivité des économies plus avancées mais seulement dans

Graphique 6 Décomposition des coûts unitaires du travail : contribution de l'industrie manufacturière 1999-2007

(taux de croissance annuel moyen en %)



Note : 1999-2006 dans le cas du Portugal. Contribution du taux de change pour la Grèce : cf. note 11

Source : EU KLEMS, cf. note 9

10 La contribution du taux de change dans le cas de la Grèce correspond à la dépréciation de la drachme vis-à-vis de l'euro entre 1999 et 2001.

le secteur concurrentiel, ce qui pousse l'inflation à la hausse dans l'ensemble de l'économie du fait de l'égalisation des salaires entre secteurs. Cependant, les pays de la périphérie ont enregistré entre 1999 et 2007 des gains de productivité (productivité apparente du travail ou productivité totale des facteurs) relativement faibles dans le secteur manufacturier¹¹ et la différence entre les gains dans ce secteur et ceux dans les services y a été plus faible qu'en Allemagne (données EU KLEMS).

Un autre biais potentiel dans la dynamique globale des coûts unitaires du travail concerne les effets de structure susceptibles d'apparaître en raison de la réallocation, au fil du temps, des facteurs de production entre les différents secteurs. Selon les informations récentes tirées d'une analyse de données individuelles d'entreprises, c'est la composante inter-firme qui prédomine dans l'évolution des coûts unitaires du travail réels (Rodríguez *et al.*, 2012). Nos données nous permettent d'établir une distinction entre les composantes intersectorielle et intrasectorielle de la croissance des coûts unitaires du travail, non seulement dans l'évolution de la part des salaires dans la valeur ajoutée mais également du déflateur de prix. Nos calculs, détaillés dans l'annexe 2, font apparaître que les changements dans la structure sectorielle des économies ont joué un rôle limité dans l'évolution des CUT.

3| Synthèse et conclusion

Une bonne compréhension de l'origine des déséquilibres des comptes courants apparus après la création de la zone euro est essentielle pour l'architecture future et la gestion de la zone. Le nouveau mécanisme de surveillance vise à compléter la surveillance exercée par la Commission européenne sur les règles relatives au déficit budgétaire par un suivi des déséquilibres extérieurs et de la compétitivité internationale. L'identification de « bons » ou de « mauvais » déséquilibres des transactions courantes nécessite des informations complémentaires permettant d'évaluer leurs risques potentiels. En raisonnant exclusivement sur les soldes courants, on ignore les contributions respectives des exportations et des importations, susceptible de donner

une information utile sur les causes des déséquilibres. En outre, la contribution significative des déflateurs de prix dans le secteur abrité à la croissance des CUT agrégés depuis la création de l'euro appelle à la prudence dans l'utilisation des coûts unitaires du travail comme indicateur des performances commerciales. Premièrement, la progression des CUT agrégés peut masquer des divergences entre les secteurs exposés et les secteurs abrités. Deuxièmement, la relation entre les CUT des entreprises et les performances à l'exportation peut être atténuée par la répercussion incomplète des coûts sur les prix et par des effets de compétitivité hors prix.

Notre analyse souligne que les performances exportatrices des pays périphériques de la zone euro tant dans la période allant de la création de l'euro à la crise de 2008-2009 que dans une période plus récente, n'ont pas nécessairement été inférieures à celles des pays excédentaires, de telle sorte que ces pays ont, jusqu'à la crise, accumulé des déficits courants principalement du fait d'une demande interne relativement dynamique. La progression des exportations s'est souvent faite en dépit d'indicateurs de CUT orientés défavorablement. Nous montrons que les hausses de CUT sont principalement le fait d'une hausse des prix de la valeur ajoutée dans les secteurs les plus abrités de la concurrence internationale, au premier rang desquels la construction, hausse qui n'affecte le secteur exposé que de manière indirecte.

Le rôle prépondérant des hausses de prix dans le secteur abrité dans l'apparition des écarts entre les CUT des pays déficitaires vis-à-vis de l'Allemagne nous semble être la « signature » d'un choc de demande plutôt que d'un choc de compétitivité dans le secteur exposé.

Dans le contexte de l'intégration financière de la zone euro, l'afflux de capitaux domestiques, et surtout étrangers, dans les secteurs abrités des pays périphériques a pu à la fois alimenter la demande d'importation et pousser à la hausse les prix des biens et services, avant tout des biens et services non échangeables internationalement. S'en déduit la corrélation observée entre les évolutions des soldes courants et celles des CUT.

Les volumes et les prix du secteur exposé ont été peu affectés de manière directe par le choc de demande

11 L'Irlande fait exception si on considère la productivité apparente du travail, en forte progression dans le secteur manufacturier. Mais dans le même temps la productivité totale des facteurs a stagné. Cet écart s'explique par une forte accumulation de capital, notamment dans les multinationales opérant dans ce pays.

intérieure car ils sont surtout sensibles à la demande extérieure et aux prix internationaux exogènes ¹². Au contraire l'offre de biens et services non échangeables est relativement rigide, de telle sorte que la hausse de la demande se traduit par une combinaison de hausse des volumes (le boom de la construction immobilière) et des prix (la bulle immobilière). Les entreprises exportatrices des pays périphériques ont cependant été indirectement affectées par la hausse des prix des biens non échangeables par le biais des coûts salariaux croissants sur des marchés du travail plus tendus et du fait de la hausse du prix des consommations intermédiaires (services ou immobilier). Mais il convient de noter que les entreprises allemandes qui leur font concurrence n'ont pas intégralement répercuté dans leurs prix leurs gains de compétitivité-coût, liés à une modération salariale exceptionnelle, dans le contexte d'une demande interne allemande déprimée. Par ailleurs, et cela quel que soit le secteur, la baisse des taux d'intérêt est venue réduire les coûts du capital pour les entreprises. Au final les pays périphériques n'ont pas connu de défaillance de leur secteur exportateur ¹³.

L'afflux de capitaux dans certains pays est naturel dans une union monétaire, donc sans risque de change, quand sont anticipées des trajectoires plus favorables des volumes et des prix que dans le reste de la zone, et que les conditions de financement convergent (quasi-disparition des primes de risque dans les pays périphériques ¹⁴). Il s'avère que les déficits courants qui en ont découlé, et leur contrepartie dans l'endettement

accumulé par le secteur privé ou public, sont aisément catégorisables parmi les « mauvais déficits ». L'allocation sectorielle d'une épargne domestique et surtout étrangère abondante n'a pas permis la réalisation des anticipations de rattrapage réel dans les pays périphériques. Les gains en capital attendus ont pu être au rendez-vous mais ont fait long feu, laissant place à un lourd endettement sans actifs productifs en contrepartie. Créanciers et débiteurs, souvent dans le secteur bancaire, partagent la responsabilité d'investissements inconsidérés. La régulation publique existante a été défaillante ou s'est avérée incapable de corriger les trajectoires insoutenables.

Le rééquilibrage partiel des balances courantes depuis 2008 reflète principalement une contraction de la demande (et des importations) dans les pays déficitaires dans lesquels les agents privés et publics cherchent à se désendetter. Mais la croissance plus rapide des exportations de biens hors UE de l'Espagne, du Portugal et de la Grèce par rapport à celle du reste de la zone euro a également contribué à réduire l'ampleur des déficits courants en 2011. Les performances récentes des exportateurs dans ces pays confirment que la compétitivité-coût dans le secteur des biens échangeables n'est pas un obstacle majeur pour les pays déficitaires de la zone euro et que le secteur exportateur est en mesure de répondre à une demande extérieure plus dynamique, notamment dans le cadre d'un rééquilibrage symétrique de la demande à l'intérieur de la zone euro mettant à contribution les pays excédentaires ¹⁵.

12 Par ailleurs, les grands exportateurs sont souvent des entreprises étrangères dont les prix sont fixés en ignorant largement les conditions de la demande sur le marché local. Les décisions d'investissement devraient tenir compte de la compétitivité en termes de coûts, mais, au sein de la zone euro, ces comparaisons (en niveau) demeurent favorables à la plupart des pays périphériques.

13 Étant donné l'ampleur des flux d'investissement vers le secteur non exportateur, les secteurs exportateurs de ces pays auraient dû réaliser des surperformances marquées pour parvenir à équilibrer offre et demande. Cela dans un contexte de forte concurrence internationale, en particulier dans des industries dans lesquels ces pays sont spécialisés, et en devant surmonter le handicap d'une demande relativement faible adressée par le reste de la zone euro.

14 Les investisseurs étrangers pouvaient anticiper des gains réels d'autant plus importants que l'inflation restait modérée dans les pays du Nord de la zone euro.

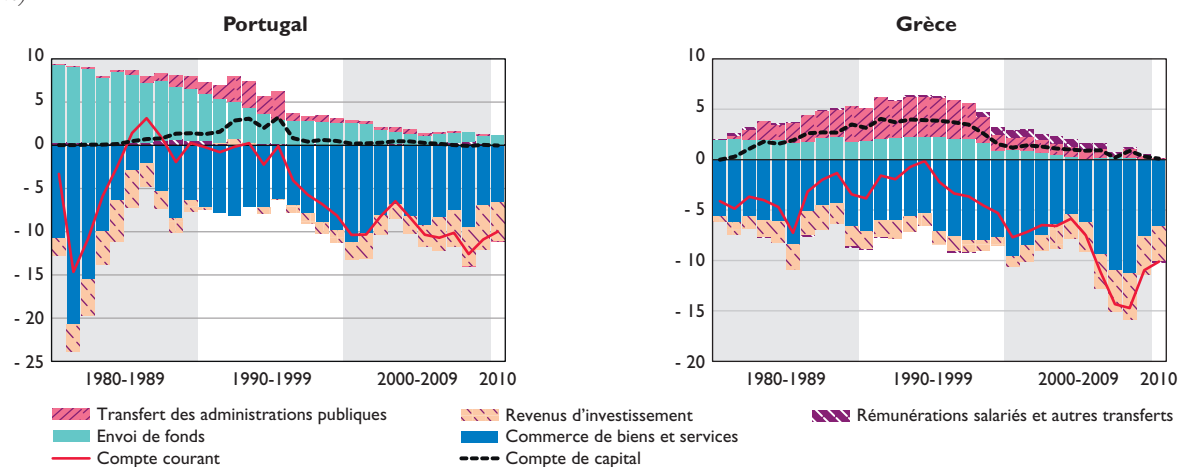
15 Si la progression des exportations n'apparaît pas conditionnée au rétablissement de la compétitivité-coût, elle bénéficierait certainement d'une baisse des CUT notamment obtenue par des gains de productivité. Par ailleurs, la baisse des salaires en détruisant de la demande intérieure peut participer grandement au rétablissement des comptes courants des pays en crise dans la zone euro, mais cela avec un coût économique et social élevé.

Annexe I

Graphiques et tableaux complémentaires

Détail des balances des transactions courantes 1980-2010

(en %)



Source : FMI

Décomposition de la croissance des parts de marché à l'exportation 1999-2007

(taux de croissance annuel moyen en %)

	1999-2007	Décomposition de la croissance des parts de marché à l'exportation			Prix (valeur unitaire)/volumes décomposition de la « performance »	
	Croissance de la part de marché mondiale (dollar actuel)	« Performance »	Effet géographique	Effet sectoriel	Prix (valeur unitaire)	Volumes (valeurs/valeur unitaire)
France	- 3,6	- 3,6	0,2	- 0,1	- 0,6	- 3,1
Portugal	- 2,4	- 0,2	0,0	- 2,2	0,2	- 0,4
Irlande	- 2,2	- 1,5	- 1,3	0,6	- 2,4	0,8
Italie	- 1,7	- 0,8	0,5	- 1,3	0,5	- 1,4
Pays-Bas	- 1,0	- 1,0	- 0,3	0,4	- 0,8	- 0,3
Finlande	- 0,8	- 3,0	1,4	0,8	0,1	- 3,1
Espagne	- 0,8	0,2	- 0,6	- 0,4	0,3	- 0,1
Belgique	- 0,3	- 0,5	- 0,2	0,4	- 0,5	- 0,1
Allemagne	- 0,2	- 0,6	0,4	0,0	- 0,5	- 0,1
Grèce	- 0,2	- 0,8	1,4	- 0,8	0,1	- 0,9
Autriche	1,3	1,5	0,0	- 0,2	- 0,6	2,1

Annexe 2

Un rôle limité des changements dans la structure sectorielle des économies dans l'évolution des coûts unitaires du travail (CUT)

On décompose les dimensions intrasectorielle et intersectorielle de la croissance de chaque composante de l'équation (1) de la manière suivante :

$$CUT = \frac{\sum_i w_i}{\sum_i VA_i} P_{VA} \quad (1)$$

$$\Delta \frac{\sum_i w_i}{\sum_i VA_i} = \sum_i \Delta \frac{w_i}{VA_i} * \frac{VA_{it-1}}{\sum_i VA_{it-1}} + \sum_i \Delta \frac{VA_i}{\sum_i VA_i} * \frac{w_i}{VA_i} \quad (2)$$

$$\Delta \ln P_{VA} = \sum_i \frac{1}{2} \left(\frac{VA_{it-1}}{\sum_i VA_{it-1}} + \frac{VA_i}{\sum_i VA_i} \right) (\ln P_{it} - \ln P_{it-1}) \quad (3)$$

L'équation (2) décompose les variations de la part des salaires dans la valeur ajoutée pour l'ensemble de l'économie en deux termes : le premier mesure l'évolution de la part salariale au sein des secteurs (i), avec la répartition sectorielle de la valeur ajoutée passée ($t-1$), le second la contribution de la réallocation intersectorielle. L'équation (3) décompose la croissance de l'indice de prix de la valeur ajoutée en retenant un indice de prix de type Tornqvist dans lequel les taux de croissance des prix sectoriels (les variations de logarithme approximent les taux de croissance) sont sommés avec une pondération tenant compte de la taille des secteurs à la date courante et à la date précédente. Afin de différencier les composantes intersectorielle et intrasectorielle de la croissance des déflateurs de la valeur ajoutée, nous construisons une série de croissance des prix à l'aide de l'équation (3) en figeant les parts des secteurs dans la valeur ajoutée à leurs niveaux de 1999 ; nous obtenons ainsi la composante intrasectorielle de la croissance des prix. La différence entre cette nouvelle série et celle du déflateur de la valeur ajoutée ΔP_{VA} correspond à la composante intersectorielle de la hausse du prix de la valeur ajoutée.

Le graphique A présente cette décomposition de la croissance des CUT. La contribution de la hausse du prix de la valeur ajoutée au sein des secteurs est celle qui prédomine dans la croissance des coûts unitaires du travail ainsi que dans la divergence des coûts unitaires du travail agrégés, les pays de la périphérie enregistrant un taux de croissance annuel moyen plus élevé du prix de la valeur ajoutée. La dimension intersectorielle joue un rôle de second ordre dans la hausse du prix de la valeur ajoutée, à l'exception de l'Irlande où elle contribue à hauteur de 0,5 point de pourcentage par an à la progression des coûts unitaires du travail.

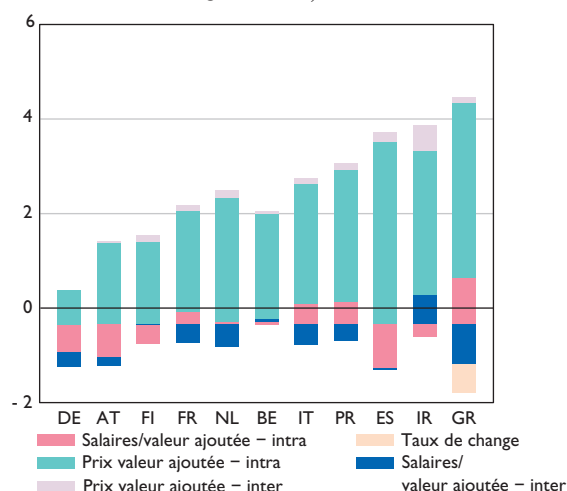
Au sein des secteurs, les réductions de la part salariale jouent un rôle important en Allemagne, en Autriche et en Espagne. Dans les deux premiers cas, cette diminution intrasectorielle de la part salariale est accentuée par une composante intersectorielle négative (en faveur des secteurs où la part salariale est moins élevée). À l'inverse, en France, en Italie, au Portugal et en Grèce, l'augmentation de la part salariale au sein des secteurs est atténuée par des effets de structure négatifs, qui s'expliquent en partie par la part décroissante de l'industrie manufacturière, où la part salariale dans la valeur ajoutée est en moyenne plus importante que dans le reste de l'économie.

Les composantes intrasectorielle et intersectorielle contribuent toutes deux de manière significative à l'évolution de la part des salaires dans la valeur ajoutée au niveau agrégé¹. Dans l'ensemble, la progression

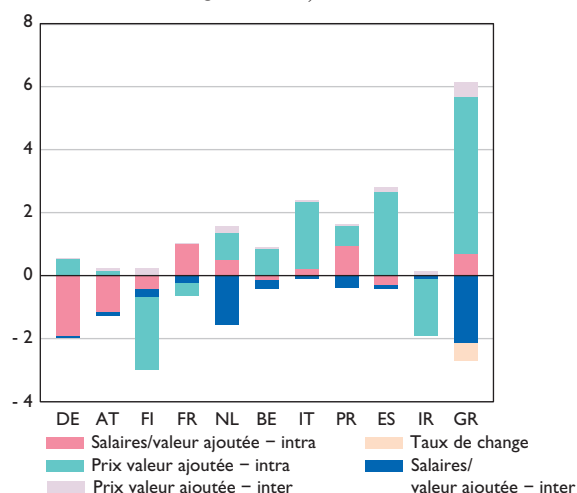
¹ La composante intrasectorielle à l'échelle des secteurs est susceptible de masquer des effets de structure entre entreprises au sein des secteurs avec par exemple un poids plus grand à l'intérieur de chaque industrie des entreprises ayant une part des salaires dans la valeur ajoutée élevée (Rodríguez et al., 2012).

Graphique A Décomposition des coûts unitaires du travail : salaires/valeur ajoutée et prix de la valeur ajoutée, tous secteurs 1999-2007

(croissance annuelle moyenne en %)

**Graphique B** Décomposition des coûts unitaires du travail : industrie manufacturière 1999-2007

(croissance annuelle moyenne en %)



de la part salariale joue cependant un rôle mineur dans la hausse des coûts unitaires du travail agrégés, qui résulte principalement de l'augmentation des indices de prix de la valeur ajoutée au sein des secteurs.

Les composantes de la croissance des coûts unitaires du travail dans le secteur manufacturier sont plus équilibrées (cf. graphique B). La part salariale contribue négativement à la croissance des coûts unitaires du travail dans l'industrie manufacturière dans les pays en situation d'excédent, contribution légèrement compensée par les hausses de prix, ce qui indique que les entreprises n'ont pas répercuté au niveau des prix leurs gains en termes de coûts. Aux Pays-Bas la part salariale décroissante dans l'industrie manufacturière résulte d'effets de structure, contrairement à l'Allemagne et à l'Autriche où c'est la composante intrasectorielle qui domine. En revanche, dans les pays affichant un déficit, à l'exception de l'Espagne, l'augmentation de la part salariale au sein des sous-secteurs de l'industrie manufacturière a été compensée en partie par des effets de structure négatifs. En Espagne, en Italie, au Portugal et, dans une moindre mesure, en Grèce, les prix de la valeur ajoutée augmentent à l'intérieur des secteurs³.

² Pour une vue d'ensemble de la méthodologie et de l'élaboration de la base de données KLEMS, cf. O'Mahony et Timmer (2009) et www.euklems.net

³ Cette progression est conforme à celle observée pour la composante prix de la performance exportatrice de ces pays telle qu'introduite dans la première section et reportée dans le tableau de l'annexe 1.

Bibliographie

Askenazy (P.), Cette (G.) et Sylvain (A.) (2011)
« Le partage de la valeur ajoutée », collection *Repères*, éd. La Découverte, Paris

Blanchard (O.) et Giavazzi (F.) (2002)
“Current account deficits in the Euro area: the end of the Feldstein-Horioka Puzzle?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, p. 147-186

Darvas (Z.) (2012)
“Compositional effects on productivity, labour costs and export adjustments”, *Bruegel Policy Contributions* 2012/11, juin

Eichengreen (B.) (2010)
« Imbalances in the Euro area », *University of California Berkeley*, novembre

Felipe (J.) et Kumar (U.) (2011)
“Unit labor costs in the Eurozone: the competitiveness debate again”, *Levy Institute Working Paper*, n° 651

Favilukis (J.), Kohn (D.) et Ludvigson (S. C.) (2011)
“International capital flows and house prices: theory and evidence”, *mimeo*

Gaulier (G.), Taglioni (D.) et Zignago (S.) (2012)
“Export performance in the wake of the global crisis: evidence from a new database », *mimeo*

Giavazzi (F.) et Spaventa (L.) (2010)
“Why the current account may matter in a monetary union: lessons from the financial crisis in the Euro area”, *CEPR Discussion Papers* n° 8008

Lane (P. R.) (2011)
“The dynamics of Ireland's net external position”, novembre, *mimeo*

Lane (P. R.) et Milesi-Ferretti (G. M.) (2007)
“The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004”, *Journal of International Economics*, n° 73, p. 223-250

Lane (P. R.) et Milesi-Ferretti (G. M.) (2011)
“The cross-country incidence of the global crisis”, *IMF Economic Review* vol. 59, n° 1, p. 77-110

Lane (P. R.) et Pels (B.) (2012)
“Current account imbalances in Europe”, *Moneda y Credito*, à paraître

Obstfeld (M.) (2012)
“Does the current account still matter?”, document de travail du NBER n° 17877

O'Mahony (M.) et Timmer (M. P.) (2009)
“Output, input and productivity measures at the industry level: the EU KLEMS database”, *Economic Journal*, vol. 119, n° 538, p. F374-F403

Rodríguez (A.), Pérez-Quirós (G.) et Segura Cayuela (R.) (2012)
“Competitiveness indicators: the importance of an efficient allocation of resources”, *Banque d'Espagne, Economic Bulletin*, janvier

Les placements des organismes d'assurance à fin 2011

Gaël HAUTON

Secrétariat général de l'Autorité de contrôle prudentiel

Direction des Études

Omar BIROUK et Alain-Nicolas BOULOUX

Direction générale des Statistiques

Direction des Statistiques monétaires et financières

Les placements du secteur de l'assurance en France s'élèvent à 1 765 milliards d'euros à fin 2011. Par l'importance de leurs investissements, les assureurs jouent un rôle de premier plan dans les circuits de financement de l'économie française. Pour cette quatrième étude, le périmètre d'analyse a été élargi aux mutuelles et aux institutions de prévoyance. Si la structure globale des portefeuilles reflète très largement celle des assureurs-vie et mixtes, qui représentent 85 % de l'ensemble, l'étude met en évidence des choix d'allocation d'actifs sensiblement différents selon les acteurs. L'exercice de mise en transparence des titres d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) détenus par les assureurs, que ce soit en représentation des contrats en euros ou de ceux en unités de compte, permet d'apprécier les parts respectives des bénéficiaires finaux des placements du secteur ainsi que leurs évolutions.

La composition du portefeuille des assureurs par nature d'instrument, appréciée après mise en transparence, varie peu en 2011 : le portefeuille reste essentiellement investi en titres de créance avec une proportion équivalente à celle de l'an passé (73 %). L'analyse de la maturité des titres de créance fait en revanche ressortir un accroissement de la proportion des titres de court terme, qui s'établit à 6,2 % en 2011, contre 4 % en 2010. Une diminution de la durée résiduelle des titres de créance détenus directement est également observée, avant mise en transparence (8,3 ans en 2011, contre 8,7 ans en 2010), tandis que le taux de rendement nominal moyen demeure quasiment inchangé (4,4 % fin 2011, contre 4,5 % l'an passé).

Enfin, le recentrage des placements sur la France, déjà amorcé l'année dernière, se confirme en 2011. La proportion des titres investis en France après mise en transparence atteint 44,1 % du portefeuille, contre 41 % en 2010. Les principaux secteurs bénéficiaires en France des placements des assureurs pour l'année 2011 demeurent le secteur bancaire (19,4 %) et celui des administrations publiques (16,3 %) qui voient chacun leur part progresser. Les investissements en titres émis par des contreparties de la zone euro hors France se réduisent en revanche sensiblement (de 34,3 % à 29,5 %), en particulier sur le compartiment des émetteurs souverains.

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

Code JEL : G22

Cette étude sur les placements des organismes d'assurance à fin 2011 est la quatrième réalisée conjointement par les services de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) et de la direction générale des Statistiques de la Banque de France. Elle présente les résultats de l'exploitation des différents états annuels remis par les organismes d'assurance à l'ACP,

croisés avec les bases de données de la Banque de France sur les titres et leurs émetteurs¹. Elle s'appuie notamment sur les états réglementaires « ligne à ligne » enrichis remis par les organismes d'assurance, qui permettent d'affiner progressivement l'analyse des placements au fur et à mesure que les contrôles opérés confirment la qualité des données collectées.

ENCADRÉ I

Données sources

L'analyse repose principalement sur l'exploitation des deux états remis annuellement à l'ACP par les organismes d'assurance, conformément à l'article A. 344-3 du Code des assurances : le tableau complémentaire aux états des placements (TCEP) et l'état récapitulatif des placements (ERP).

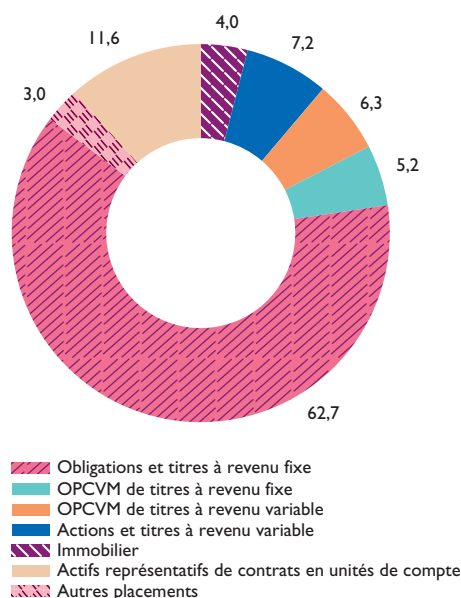
Le champ de l'étude s'élargit cette année aux placements de deux catégories d'assureurs : outre les sociétés d'assurance-vie, mixtes et non-vie (sur lesquelles portaient les analyses précédentes), les mutuelles et les institutions de prévoyance sont désormais incluses. Ce nouvel échantillon rassemble plus de 600 organismes (contre 314 pour l'étude 2010) détenant un montant total de 1 765 milliards d'euros en valeur de réalisation¹.

Le TCEP est exploité de façon à obtenir une ventilation de l'ensemble des portefeuilles par type d'instrument financier, zone géographique et secteur émetteur, ainsi qu'en fonction de caractéristiques de durée et de rendement des supports d'investissement. La notion de placement intra-groupe fait, pour la première fois cette année, l'objet d'un examen.

Par ailleurs, la mise en transparence des titres d'OPCVM détenus par les assureurs, rendue possible par l'exploitation des bases de données de la Banque de France, a permis d'identifier près de 82 % des bénéficiaires ultimes des investissements effectués sous cette forme : aux titres d'OPCVM détenus directement dans les portefeuilles des assureurs sont ainsi substitués les titres dans lesquels ces OPCVM investissent². Ces traitements modifient très nettement la structure des portefeuilles présentés ; à titre d'exemple, la part des actions détenues en direct par les assureurs représente 7,2 % dans les états récapitulatifs comme dans les états complémentaires détaillés. La mise en transparence des OPCVM, en permettant d'identifier également les actions détenues par ces OPCVM, conduit in fine à relever significativement la part de cette catégorie d'instruments au sein des portefeuilles des assureurs (13,0 %).

Graphique A Structure des placements des assureurs au 31 décembre 2011 (états agrégés)

(en %)



Note : Total des placements = 1 765 milliards d'euros en valeur de marché

Source : ACP

¹ La valeur de réalisation est la valeur de marché des placements des assureurs et comprend ainsi les plus ou moins-values latentes. Ces dernières sont calculées par différence entre la valeur de réalisation et la valeur nette.

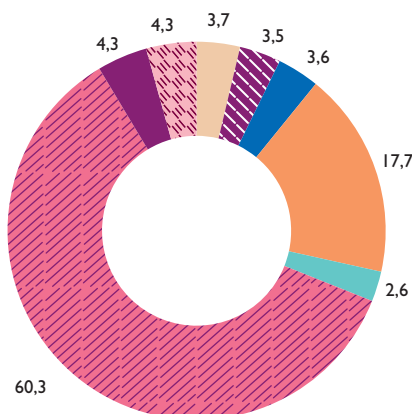
² Les postes de dépôts, crédits, instruments dérivés ne sont pas traités lors du processus de mise en transparence. Ces postes ne représentent toutefois qu'une fraction limitée du bilan des OPCVM (6 %).

¹ Voir « Évolutions récentes de la structure des placements des assureurs », Bulletins de la Banque de France n° 177, 3^e trimestre 2009, n° 181, 3^e trimestre 2010 et n° 185, 3^e trimestre 2011

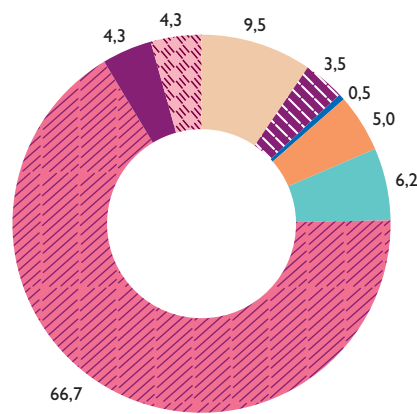
Graphiques B et C Structure des placements des assureurs au 31 décembre 2011 (états détaillés)

(en %)

Avant mise en transparence des OPCVM



Après mise en transparence des OPCVM



- Titres de créance à long terme
- Titres de créance à court terme
- OPCVM non monétaires
- OPCVM monétaires
- Actions non cotées
- Actions cotées
- Immobilier
- Autres placements ^{a)}

Note : Total des placements = 1 752 milliards d'euros en valeur de marché

a) « Autres placements » : pour l'essentiel, crédits, dépôts et produits dérivés

Sources : ACP, Banque de France

Certains actifs, qu'ils soient détenus directement ou indirectement via des OPCVM, demeurent toutefois non identifiés à l'issue des traitements et sont alors regroupés dans le poste « Autres placements » : il s'agit essentiellement des crédits, des dépôts et des produits dérivés. Les actions non cotées, anciennement affectées à cette catégorie, sont désormais regroupées avec les actions cotées identifiées dans la catégorie « Actions ».

Enfin, il est à noter que les actifs représentatifs de contrats en unités de compte sont identifiés en tant que tels dans les états récapitulatifs, sans détail sur leur composition. Ceci explique les écarts qui peuvent être relevés entre les parts respectives des différentes natures d'actifs, entre états récapitulatifs (cf. graphique A) et états complémentaires détaillés qui dévoilent la structure la plus fine (cf. graphique B).

Les graphiques A, B et C présentent la structure des placements des assureurs au 31 décembre 2011 telle qu'elle ressort des trois sources de l'étude : ERP, TCEP et données d'OPCVM collectées par la Banque de France. Le graphique A retrace cette structure selon les informations tirées des états agrégés, qui permettent d'appréhender les placements selon leur nature comptable (immobilier ³, actions, OPCVM, actifs représentatifs de contrats en unités de compte...). Les graphiques B et C présentent la structure des placements à partir des données des tableaux complémentaires détaillés, avant et après mise en transparence des OPCVM détenus par les assureurs. La mise en transparence a concerné au total 21,2 % des titres, qui ont pu être répartis au terme de ce processus entre trois catégories d'instruments financiers : titres de créance (9,9 %), actions (5,8 %) et titres d'OPCVM (5,5 %).

³ La catégorie « Immobilier » regroupe les placements immobiliers au sens large, i.e. à la fois les droits réels immobiliers et les parts de sociétés immobilières ou foncières non cotées. La valeur de réalisation des immeubles est déterminée sur la base d'une expertise quinquennale effectuée par un expert accepté par l'ACP, et entre deux expertises, par des estimations annuelles. La réglementation autorise toutefois quelques exceptions à ce principe, en fonction de la destination des placements, notamment la possibilité de retenir la valeur nette comptable pour le siège social ou les immeubles d'exploitation.

Cette année, l'étude qui se cantonnait jusqu'à présent aux deux principaux secteurs, sociétés d'assurance-vie, mixtes et non-vie, élargit son champ d'analyse aux mutuelles et aux institutions de prévoyance. Les sociétés de réassurance ne sont en revanche pas encore incluses. Les mutuelles sont des structures à but non lucratif, régies par le *Code de la mutualité*, qui agissent en complément de la sécurité sociale en proposant des assurances complémentaires, notamment de santé ou de retraite. Les institutions de prévoyance (IP), également structures à but non lucratif, sont régies par le *Code de la sécurité sociale* et gèrent des contrats collectifs d'assurance aux personnes destinés aux salariés des entreprises. Étant donné les poids relatifs des différentes branches considérées, les placements du secteur des assurances sont toujours principalement le fait des organismes d'assurance-vie. L'élargissement de la population étudiée aux mutuelles et institutions de prévoyance, de portée limitée en termes d'encours (un peu plus de 5 % du total étudié), permet cependant pour la première fois de décrire spécifiquement les choix d'allocation d'actifs de ces entités.

L'article examine dans une première partie l'évolution de la répartition des placements des assureurs en valeur de marché, par type d'instrument. Il les analyse ensuite sous l'angle de leur contribution au financement de l'économie. Enfin, il replace l'assurance dans le cadre plus général des comportements de choix de placements des ménages et compare les placements représentatifs des contrats en euros et en unités de compte.

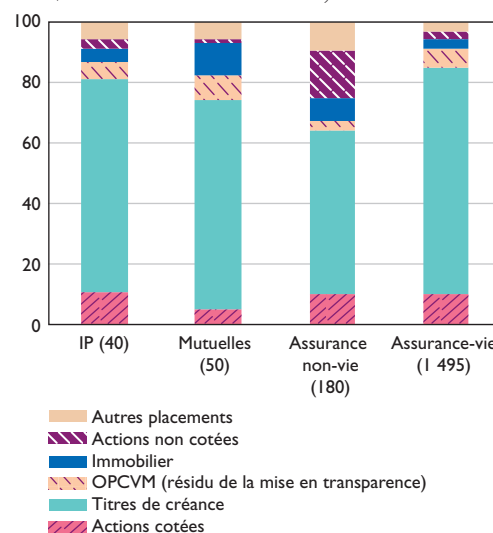
I | Évolution de la structure du portefeuille des assureurs

I | I Les titres de créances toujours très majoritaires dans les placements

La structure des placements du secteur des assurances dans son ensemble reflète très largement celle des portefeuilles des assureurs-vie et mixtes, qui représentent 85 % du total des placements de l'ensemble du secteur (1 495 milliards d'euros d'encours à fin 2011 sur un total de 1 765 milliards).

Graphique I Allocation des actifs par type d'assurance à la fin 2011
(après mise en transparence des OPCVM)

(part en %, montant en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Elle est donc pour une bonne part déterminée par les contraintes de gestion qui s'imposent à cette branche d'activité, notamment en termes de pilotage de la durée des actifs.

Après mise en transparence, les placements des organismes d'assurance pris dans leur ensemble restent, comme les années précédentes, composés très majoritairement de titres de créance. Leur proportion atteint 72,9 % du total en 2011, en légère augmentation par rapport à 2010 (72,1 %). La part des actions cotées dans le portefeuille des assureurs baisse en revanche à 9,5 % en 2011, après 11,4 % en 2010 alors que celle de l'immobilier se renforce quelque peu, passant de 3,9 % en 2010 à 4,3 % en 2011.

L'étude de la structure des placements par type d'instrument révèle cependant des différences notables dans les choix d'allocation d'actifs des différents types d'assurance. En particulier, la prépondérance des titres de créance est plus marquée pour les assureurs-vie et mixtes (75,3 %) que pour les assureurs non-vie (54,3 % de titres de créance). En revanche, ces derniers se distinguent par une proportion sensiblement plus importante d'actions non cotées (15,7 %, contre 2,2 % pour les assureurs-vie

et mixtes), reflet des participations intra-groupe qu'ils détiennent (cf. *infra*, partie 2|1).

Les mutuelles et les institutions de prévoyance ont des structures de placements relativement proches de celle de l'assurance-vie, ce qui paraît assez naturel étant donné la proximité de leurs activités. Les mutuelles se distinguent toutefois des institutions de prévoyance (IP) par l'importance de leurs actifs immobiliers (11,0 %, contre 4,8 % pour les IP) et par une plus faible part des placements en actions (5,2 % d'actions cotées pour les mutuelles, contre 10,4 % pour les IP).

I | 2 Des actifs plus liquides et de maturités plus courtes

Un renforcement du poids des OPCVM monétaires et des titres de créance de courte maturité

La comparaison des portefeuilles des assureurs fin 2010 et fin 2011 fait ressortir l'accroissement sensible de la part des titres les plus liquides : titres d'OPCVM monétaires et titres de créance de durée initiale inférieure à un an. La part de ces derniers dans le portefeuille global progresse en effet de 3,4 % à 5,8 % sur la période, avec une augmentation particulièrement marquée sur le secteur de l'assurance-vie. Cette appétence pour les titres les plus courts peut s'expliquer de différentes manières. Elle pourrait être liée à la décollecte enregistrée par l'assurance-vie à partir du troisième trimestre 2011. Celle-ci aurait incité les sociétés d'assurance à se constituer des réserves de liquidités pour faire face à une éventuelle intensification des flux de rachats. Elle pourrait également être le signe d'une évolution de l'appréciation des risques sur les titres à plus forte sensibilité.

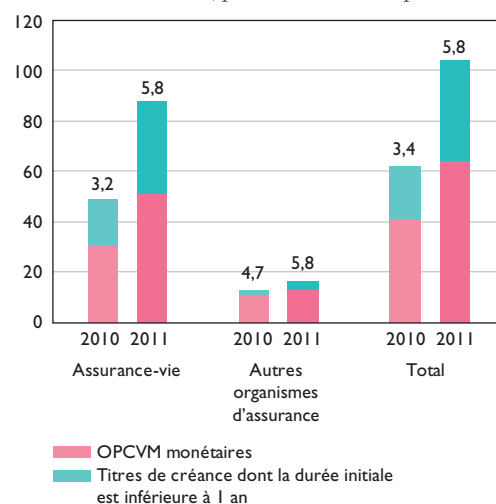
Un effet sensible sur la durée résiduelle moyenne des titres de créance...

La durée de vie résiduelle moyenne ² du portefeuille de titres de créance ressort à 8,3 années en 2011

pour l'assurance-vie comme pour l'ensemble du secteur examiné, soit une diminution sensible par rapport à 2010 (8,7 années pour l'assurance-vie, 8,6 années pour l'ensemble du secteur).

Graphique 2 Encours des OPCVM monétaires et des titres de créance de maturité courte (avant mise en transparence des OPCVM)

(montant en milliards d'euros, part dans le total des placements en %)



Source : Banque de France

... mais qui ne pèse pas sur le taux de rendement moyen

Le taux de rendement moyen ³ de l'ensemble du portefeuille des titres de créance, défini comme la moyenne pondérée des taux de coupon annuels de chaque ligne de titres détenue, s'établit à 4,4 % à fin 2011, niveau quasiment stable par rapport à fin 2010 (4,5 %). Le raccourcissement de la maturité moyenne des titres pouvait laisser attendre un abaissement plus marqué du taux de rendement moyen. Le maintien de ce dernier pourrait s'expliquer par l'augmentation des primes de risque constatée par ailleurs en 2011 sur certains segments de marché. En tout état de

² La durée de vie moyenne est définie comme la moyenne, pondérée par les encours, du nombre d'années restant à courir avant le remboursement du titre. Sont exclus des traitements les titres dont les dates de remboursement ne sont pas renseignées. La durée de vie des obligations à durée indéterminée est par ailleurs bornée à cinquante ans.

³ Le taux de rendement moyen calculé dans cette étude est exprimé en nominal : il est déterminé par la variable « taux de coupon annuel de l'exercice », déclarée par les organismes d'assurance pour chaque ligne de titres en portefeuille et correspondant au rapport entre l'équivalent annuel du montant de coupon versé au cours de l'exercice et le nominal du titre. Les titres dont le coupon annuel a été déclaré nul ou à néant ont été exclus. Le calcul a été reconstruit sur les données 2010. L'enveloppe utilisée ressort à près de 1 000 milliards d'euros pour chaque année.

Tableau 1 Taux de coupon moyen et durée de vie résiduelle
(avant mise en transparence des OPCVM)

(durée en années, taux en %)

	Assurance-vie	Assurance non-vie	Mutuelles	Institutions de prévoyance	Total
Taux de coupon moyen	4,4	4,1	4,6	4,1	4,4
Durée de vie résiduelle	8,3	6,9	9,1	10,1	8,3

Source : Banque de France

cause, le taux de rendement moyen mesuré ne reflète pas nécessairement le taux de rendement réellement perçu par l'assureur, qui doit notamment tenir compte d'éventuelles dépréciations (cf. *infra*, partie 1|4).

L'examen du couple maturité/taux de rendement moyen des titres de créance, par type d'assurance, permet de faire ressortir des choix différents d'allocation d'actifs selon les acteurs, déjà perceptibles au regard de la structure par instrument : la durée de vie résiduelle du portefeuille de titres de créance de l'assurance non-vie (6,9 années) est logiquement plus courte que celle de l'assurance-vie (8,3 années), étant le reflet d'engagements majoritairement de court terme envers les assurés. En contrepartie, le taux de coupon moyen est plus faible pour l'assurance non-vie (4,1 %) que pour l'assurance-vie (4,4 %). Le taux de rendement le plus élevé est observé pour les mutuelles (4,6 %) ; il correspond à un portefeuille de durée résiduelle sensiblement plus longue (9,1 années) que la moyenne du secteur. Enfin, les institutions de prévoyance se distinguent par le taux de coupon moyen le moins élevé (4,1 %) associé à la durée de vie résiduelle la plus longue (10,1 années). Ce résultat paraît s'expliquer notamment par la forte proportion (45 %, cf. *infra*) dans leurs portefeuilles de titres publics, qui servent en moyenne des taux plus faibles.

Les opérations de pension portent sur des montants limités, mais pourraient se développer comme outil de gestion du bilan

Au 31 décembre 2011, les mises en pension représentaient 2,7 % des titres des assureurs, essentiellement chez les assureurs-vie.

Le recours à des mises en pension permet aux assureurs, qui disposent d'importants portefeuilles titres de la

ENCADRÉ 2

Les opérations de pension

Ce type d'opération, consistant en une vente de titres avec promesse irrévocable de rachat, constitue pour l'une des parties une opération de prêt, garantie par des titres, et pour l'autre une opération d'emprunt contre nantissement :

- la partie qui emprunte des fonds et offre les titres en garantie réalise une « mise en pension » (ou « repo »). Elle paie un taux d'intérêt (taux de repo), et espère tirer un rendement supérieur du cash reçu ;
- la partie qui prête de l'argent et prend les titres en nantissement effectue une « prise en pension » (ou « reverse repo »), qui correspond à un placement de trésorerie garanti par des titres.

meilleure qualité, de tirer profit de la liquidité du marché sur ces instruments ; les mises en pension permettent également une diversification de leurs sources de refinancement.

Tableau 2 Encours et poids des titres mis en pension par type d'assurance
(avant mise en transparence)

(montant en milliards d'euros, part en %)

Type d'assureur	Titres mis en pension	Part de titres mis en pension
Assurance-vie	45,86	3,04
Assurance non-vie	2,76	1,54
Mutuelles	0,01	0,02
Institutions de prévoyance	0,18	0,41
Total général	48,81	2,74

Source : ACP

ENCADRÉ 3

Le cas particulier des liquidity swaps

Certaines opérations plus complexes se traduisent par des pensions croisées, ou swaps de titres, dans lesquelles l'assureur cède un actif liquide contre un autre collatéral moins liquide. Elles sont essentiellement réalisées avec des contreparties bancaires, et pourraient être appelées à se développer. En effet, les changements économiques et réglementaires en cours pourraient se traduire par une incitation aux transferts de liquidité de l'assurance vers la banque. Les assureurs qui disposent d'actifs liquides parfois peu rémunérés peuvent ainsi y trouver une source de revenus (la part des swaps de liquidité dans le total des revenus des assureurs reste cependant aujourd'hui très limitée). Les banques, de leur côté, souhaitent augmenter leur réserve d'actifs liquides : outre les contraintes de liquidité liées à la crise, les banques doivent se préparer pour les futurs ratios de liquidité (LCR et NSFR¹) qui vont structurellement limiter leurs possibilités de transformation et encourager la détention d'actif liquides de qualité, notamment de titres souverains.

Le développement des swaps de liquidité entre banques et assurances fait aujourd'hui l'objet de l'attention des superviseurs². D'une part, ces opérations se traduisent par le transfert d'une partie, certes limitée, du risque de liquidité vers les assurances. D'autre part, en cas de défaut de la contrepartie et de vente anticipée du collatéral, le risque opérationnel dépend de la qualité des actifs apportés en garantie, ou de leur liquidité. Or, s'ils comprennent des titres d'État investment grade apportés par les banques, ils sont surtout composés de produits structurés de crédit (ABS et CDO). Afin de compenser en partie ce risque, les assureurs demandent généralement une surcollatéralisation des opérations. Enfin, plus globalement, ce type d'opération renforce les liens intra-financiers, le risque de contrepartie sur le secteur bancaire et, in fine, le risque de transmission des chocs entre secteurs.

¹ LCR : Liquidity Coverage Ratio, ratio de liquidité à 1 mois ; NSFR : Net Stable Funding Ratio, ratio de liquidité à 1 an

² Cf. le rapport de stabilité financière de l'EIOPA à fin 2011 : https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/publications/reports/FSC-Report-Autumn-2011/EIOPA_Financial_Stability_Report_2011.pdf

I | 3 La même qualité du portefeuille qu'en 2010

Détention d'obligations sécurisées

Les obligations dites « sécurisées »⁴, titres de créance assortis de garanties spécifiques et bénéficiant en principe

des meilleures notations, constituent des supports d'investissement réputés attractifs pour les investisseurs au regard du couple rendement/risque offert. L'intérêt des assureurs pour ces produits s'est confirmé en 2011, la détention d'obligations sécurisées ayant en effet progressé sur la période de 10 milliards d'euros pour l'assurance-vie (de 102 milliards en 2010 à 112 milliards en 2011) et de 1 milliard pour l'assurance non-vie, pour atteindre 9 milliards en 2011.

Tableau 3 Détention d'obligations sécurisées par les assureurs par zone géographique de l'émission (après mise en transparence des OPCVM)

(montant en milliards d'euros, part en %)

Type d'assurance	Détention d'obligations sécurisées	Poids dans l'enveloppe des titres de créance	Émises par les résidents	Émises par les résidents de la zone euro (hors France)	Émises par le reste du monde (hors zone euro)
Assurance-vie	112	9,8	54	35	11
Assurance non-vie	9	9,3	55	33	12
Mutuelles	3	8,6	86	12	2
Institutions de prévoyance	2	5,7	83	14	3
Total	125	9,7	56	34	11

Source : Banque de France

⁴ Dans le cadre de la présente étude, ces instruments sont définis comme des titres ayant les crédits immobiliers pour support et bénéficiant d'un mécanisme de protection contre la défaillance de l'émetteur, le cas échéant prévu par la loi (cf., par exemple, les obligations foncières françaises, et depuis la loi du 22 octobre 2010, les obligations de financement de l'habitat – OFH), sinon par contrat (cf. « covered bonds »). Le périmètre des obligations sécurisées retenu inclut, outre les obligations foncières, les obligations CRH et les OFH, ainsi que diverses émissions effectuées dans le cadre des programmes de « covered bonds » des grandes banques françaises qui se sont développés ces dernières années.

En pourcentage, la part de ces obligations sécurisées dans les portefeuilles de titres de créance des assureurs a en revanche légèrement diminué sur l'ensemble du secteur, ce qui s'explique par la progression plus forte observée sur d'autres compartiments, notamment les titres de court terme (cf. paragraphe 1|2).

Notation et éligibilité aux opérations de politique monétaire

Comme l'année précédente, le risque de crédit a été apprécié au travers de l'examen ligne à ligne de la notation des titres de créance ⁵ ainsi que de leur éligibilité au refinancement de l'Eurosystème. Les conclusions demeurent inchangées par rapport à 2010 quant à la qualité des portefeuilles : les portefeuilles après mise en transparence sont constitués à près de 80 % de titres « *investment grade* » (78 % en 2010, 79 % en 2011) ⁶. De même, la part des titres éligibles aux opérations de politique monétaire reste stable en 2011, représentant 80 % de l'encours des titres de créance, comme en 2010.

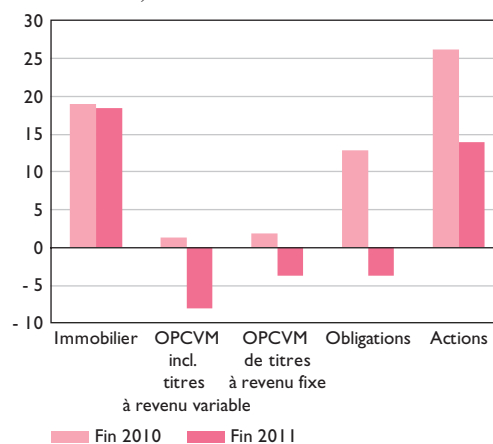
1 | 4 Le stock de plus-values latentes a suivi les fluctuations des taux longs

Les dépréciations, en hausse en 2011, restent néanmoins modérées

L'évaluation de la santé financière des contreparties peut amener les assureurs à passer des dépréciations sur leurs actifs détenus en portefeuille. Ainsi, la nécessité de provisionner un titre repose, dans le cas d'une action, sur le constat d'une dépréciation durable et, dans le cas d'un titre de créance, sur l'existence d'un risque avéré de crédit ayant une incidence sur les flux de trésorerie futurs de l'actif. Quasi nul en 2010, le taux de dépréciation, correspondant au montant total des dépréciations rapporté au montant des placements en valeur de réalisation, ressort à 1,2 % en 2011. Ce chiffre retrace notamment les dépréciations passées par les assureurs sur les titres de dette publique grecque encore détenus en portefeuille au 31 décembre. En dépit de cet événement exceptionnel,

Graphique 3 Plus ou moins-values latentes sur les différentes classes d'actifs, en 2010 et 2011 (ensemble du marché hors réassurance)

(en milliards d'euros)



Note : Le total des placements est égal à 1 765 milliards d'euros en valeur de marché, à 1 751 milliards d'euros en valeur nette comptable.

Source : ACP

le montant des dépréciations enregistrées dans les comptes des assureurs reste modéré au regard de leur situation financière.

Le stock de plus-values latentes diminue à fin 2011 avant de se redresser début 2012

Après dépréciations, les plus-values latentes à fin 2011 déclarées par les organismes d'assurance ressortent en diminution sensible par rapport à fin 2010 (14 milliards d'euros à fin 2011 pour l'ensemble du marché, contre 61 milliards à fin 2010 ⁷). Les portefeuilles des assureurs ont en effet pâti de la légère remontée des taux longs en fin d'année, notamment sur les titres de créance émis par les administrations publiques, tandis que les marchés actions étaient globalement mal orientés (baisse de -17 % du CAC 40 sur l'année). À fin 2011, le stock de plus-values latentes représente environ 1 % de l'encours global des placements. Sa diminution est en premier lieu imputable aux titres obligataires (de +12,7 à -3,8 milliards) et aux titres d'OPCVM (de +2,9 à -11,5 milliards), compartiments qui se retrouvent ainsi en situation de moins-values.

⁵ Le portefeuille de titres de créance analysé n'est pas retraité des titres mis en pension, qui demeurent donc inclus.

⁶ Les 20 % restants sont constitués pour une large part de titres non notés.

⁷ Calculé à périmètre constant sur l'année 2010

D'une fin d'année à l'autre, les plus-values des portefeuilles actions enregistrent une forte réduction (12 milliards en 2011 contre 26 à fin 2010) tandis que la diminution de celles comptabilisées sur les placements immobiliers reste modeste (- 4,5 %). Cette situation observée à fin 2011 constitue toutefois un point bas pour le stock de plus-values latentes des assureurs : celui-ci s'est redressé dès le début 2012, grâce à l'amélioration des cours boursiers et à la baisse des taux obligataires pour retrouver un niveau de 3,3 % de l'encours global des placements à fin juin 2012⁸.

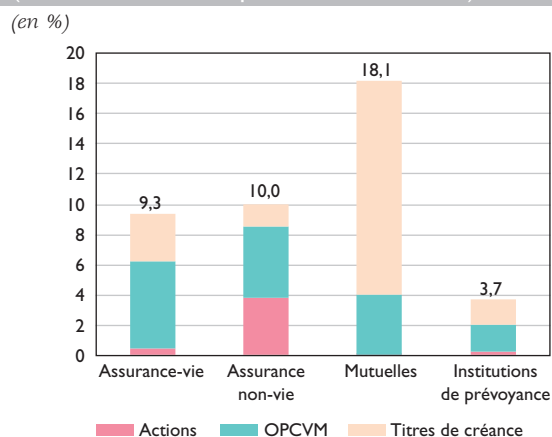
2| Placements des assureurs et financement de l'économie

2|1 Les actifs intra-groupe constituent une part non négligeable du portefeuille des assurances

Pour mieux appréhender le financement de l'économie par les assureurs, il est intéressant d'isoler la part du financement intra-groupe. Même si ces encours contribuent également à financer l'économie, et en premier lieu les assureurs eux-mêmes, ils appellent une analyse différente. Sont recensés ici, avant mise en transparence, l'ensemble des titres détenus par les assureurs, qui ont été émis par des organismes appartenant au même groupe que l'assureur ou, pour les parts d'OPCVM, qui correspondent à des fonds gérés par des sociétés du même groupe⁹. Les titres intra-groupe représentent ainsi près de 9,4 % du portefeuille des assureurs, soit près de 169 milliards d'euros. Les principaux acteurs sont logiquement, compte tenu de leurs poids dans le total des placements, les assureurs-vie avec 140 milliards (83 % du total des placements intra-groupe).

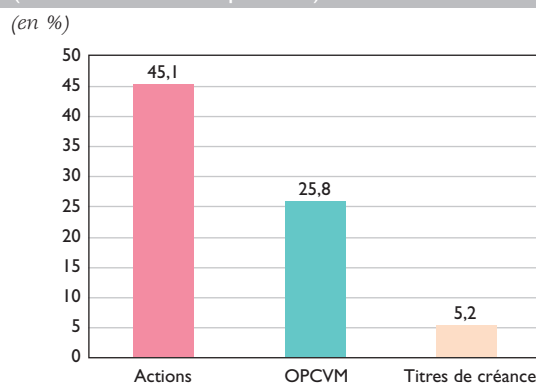
Toutefois, si on rapporte les encours au portefeuille de chaque type d'assureur, on constate que la part des placements intra-groupe est plus importante chez les mutuelles (18,1 %) et les assureurs non-vie (10 %) que chez les assureurs-vie ou les institutions de prévoyance, les participations des assureurs étant généralement logées dans les entités non-vie du groupe.

Graphique 4 Part dans le portefeuille des placements émis par une société du groupe, par type d'assureur et type d'actif, au 31/12/2011 (avant mise en transparence des OPCVM)



Une partie significative de ces titres (45 %) concerne en réalité des OPCVM, et ne constituent donc pas un investissement direct dans le groupe lui-même mais plutôt dans un support de placement géré et distribué par une institution financière ou assimilée du groupe. Les véritables placements intra-groupe d'un assureur se composent à part égale (27,5 %) d'actions et de titres de créance émis par une société appartenant au groupe.

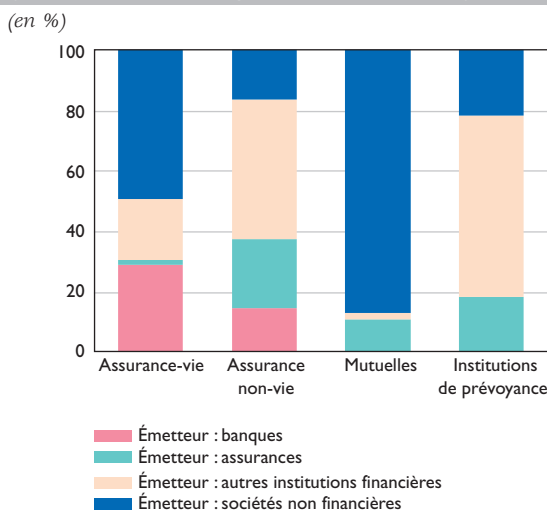
Graphique 5 Part des placements intra-groupe sur les trois grands types d'actifs au 31/12/2011 (avant mise en transparence)



⁸ Données issues des états trimestriels T2B (assureurs-vie et non-vie, sans les mutuelles et les institutions de prévoyance)

⁹ Les autres types d'actifs intra-groupe, notamment les placements immobiliers, ont été exclus de l'analyse.

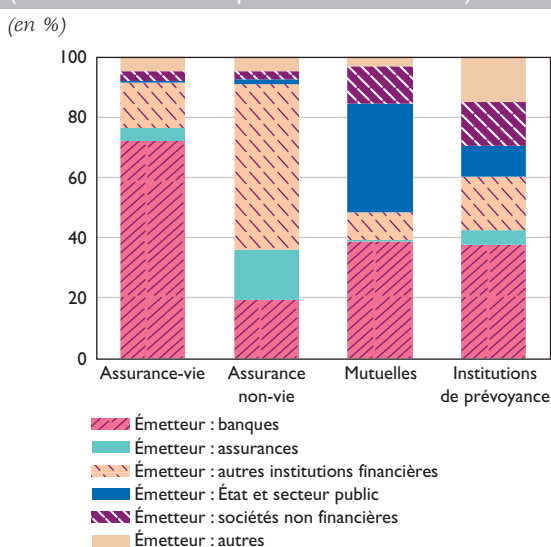
Graphique 6 Décomposition des actions intra-groupe par type d'émetteur (avant mise en transparence des OPCVM)



Sources : ACP, Banque de France

Par classe d'actifs, les actions intra-groupe représentent plus de 45 % de l'ensemble du portefeuille « actions » des organismes d'assurance. En revanche, l'appartenance au groupe est un critère secondaire pour le portefeuille de titres de créance, les titres intra-groupe ne représentant que 5 % du total du portefeuille.

Graphique 7 Décomposition des titres de créance intra-groupe par type d'émetteur (avant mise en transparence des OPCVM)



Sources : ACP, Banque de France

Enfin, la part des titres intra-groupe émis par des établissements de crédit est significative, notamment chez les assureurs-vie, sous forme d'actions cotées et de titres de créance bancaires. À l'inverse, les mutuelles et les institutions de prévoyance ne détiennent aucune action bancaire cotée émise par leur groupe, ce qui est cohérent avec un actionnariat mutualiste, mais possèdent davantage de titres de créance émis par les entités bancaires de leur groupe que par les sociétés d'assurance du groupe.

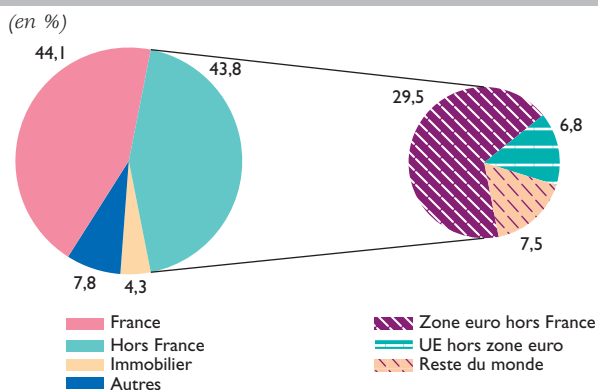
2|2 Poursuite du recentrage sur la France des placements des assureurs

Les placements des assureurs français jouent un rôle majeur dans le financement de l'économie compte tenu de l'importance de leur encours (1 765 milliards d'euros au total à fin 2011, soit près de 90 % du produit intérieur brut (PIB) de la France). L'examen de leur allocation géographique à fin 2011 fait ressortir qu'avant mise en transparence, ils sont investis dans l'économie nationale, tous secteurs confondus, à hauteur de 54 % de l'encours total, contre 52 % en 2010. La mise en transparence des OPCVM français détenus par les assureurs se traduit mécaniquement par un abaissement du pourcentage de détention de titres émis par les résidents (compte tenu de la diversification géographique des placements des OPCVM) et confirme le constat, déjà formulé l'année précédente, d'un recentrage des placements sur la France : à fin 2011, 44,1 % du total des placements des assureurs sont investis dans l'économie française, contre 41 % en 2010.

A contrario, les titres émis par des non-résidents voient, après mise en transparence, leur part dans le total des placements baisser à 43,8 % en 2011, contre 48,4 % un an auparavant. Cette baisse est plus particulièrement sensible pour les titres d'émetteurs de la zone euro hors France, dont la proportion dans le total des portefeuilles passe de 34,3 % en 2010 à seulement 29,5 % en 2011. La part des titres émis hors zone euro est quasiment inchangée par rapport à l'an passé : 14,3 % en 2011, contre 14,1 % en 2010.

Ce recentrage sur l'économie nationale s'est opéré de façon très marquée sur les titres de créance : la part dans le total des placements des titres de créance émis par des signatures de la zone euro hors France est revenue de 28,4 % à fin 2010 à 23,8 % à fin 2011 ;

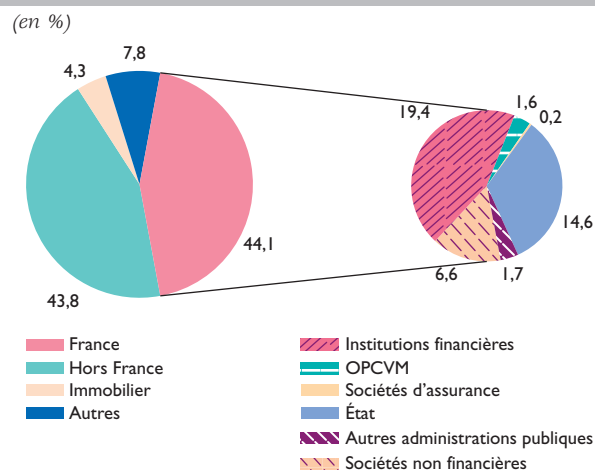
Graphique 8 Répartition géographique des émetteurs des titres détenus par les assureurs en 2011 ^{a)}
(après mise en transparence des OPCVM)



a) Les rubriques « Autres » ou « Immobilier » ne peuvent pas être ventilées géographiquement.

Source : Banque de France

Graphique 9 Répartition sectorielle des placements détenus par les assureurs en 2011
(après mise en transparence des OPCVM)



Source : Banque de France

en contrepartie, la part des titres de créance émis par des résidents est remontée de 32,6 % en 2010 à 37,5 % en 2011 ¹⁰.

Les secteurs économiques français ont inégalement bénéficié de ce biais national : on constate ainsi que les institutions financières et le secteur public ont vu leur part progresser le plus nettement, tandis que celle des sociétés non financières a légèrement décliné. Toutes zones géographiques confondues, seul le secteur bancaire a vu sa part augmenter.

Renforcement du financement du secteur bancaire, principalement de court terme

L'année 2011 marque un renforcement de la part des financements consacrée au secteur bancaire par les sociétés d'assurance, en France (de 17,4 % en 2010 à 19,4 % en 2011) et toutes zones géographiques confondues (de 37,2 % en 2010 à 38,6 % en 2011). Au niveau de la zone euro, en revanche, un fléchissement est constaté, de 12,4 % en 2010 à 12 % en 2011.

L'augmentation du financement du secteur bancaire français par les assureurs s'opère essentiellement sous forme de titres de créance (de 16,1 % en 2010 à 18,5 % fin 2011), majoritairement *via* des titres de court terme.

Augmentation de la part du secteur public résident, au détriment de celle des émetteurs souverains de la zone euro

La part du secteur public français progresse sensiblement en 2011 dans les placements des assureurs, de 14,4 % en 2010 à 16,3 % en 2011, que ce soit à court terme (de 0,5 % en 2010 à 0,8 % en 2011) ou à long terme (de 13,9 % en 2010 à 15,5 % en 2011). La part des signatures publiques de la zone euro hors France se contracte en revanche fortement sur l'année 2011, avec une baisse de 13,3 % à 9,4 %.

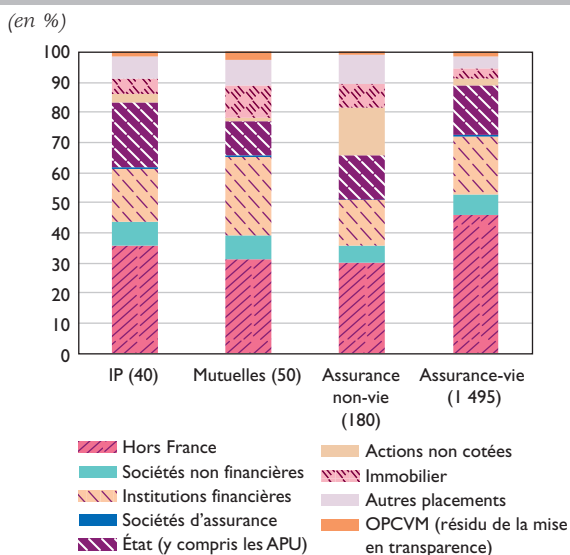
Légère baisse de la part des sociétés non financières

Toutes zones confondues, la part du secteur des sociétés non financières diminue d'un point en 2011, à 15,6 %. Pour les sociétés non financières françaises, elle revient de 7 % du total des placements à fin 2010 à 6,6 % fin 2011. La part du financement en actions décline de 4,6 % en 2010 à 4 % en 2011 tandis que celle des titres de créance, essentiellement à de long terme, progresse modérément de 2,4 % en 2010 à 2,6 % en 2011.

L'analyse des placements par type d'assurance montre que les mutuelles investissent proportionnellement

¹⁰ Le détail des chiffres présentés figure en annexe.

Graphique 10 Allocation sectorielle des placements en fonction du type d'assurances (après mise en transparence des OPCVM)



d'avantage que les autres acteurs dans les titres émis par les institutions financières résidentes et, dans une moindre mesure, dans ceux émis par les sociétés non financières. Les institutions de prévoyance investissent plus fortement que la moyenne du secteur dans les titres publics (21,3 % en titres français, 45 % au total). Les assureurs non-vie ont une structure de placements qui privilégie les actions non cotées (15,7 %) dont 80 % sont des actifs

intra-groupe. Les sociétés d'assurance-vie présentent une structure de placements plus diversifiée géographiquement que celles des autres assureurs, avec 45,6 % de leurs investissements alloués hors de France.

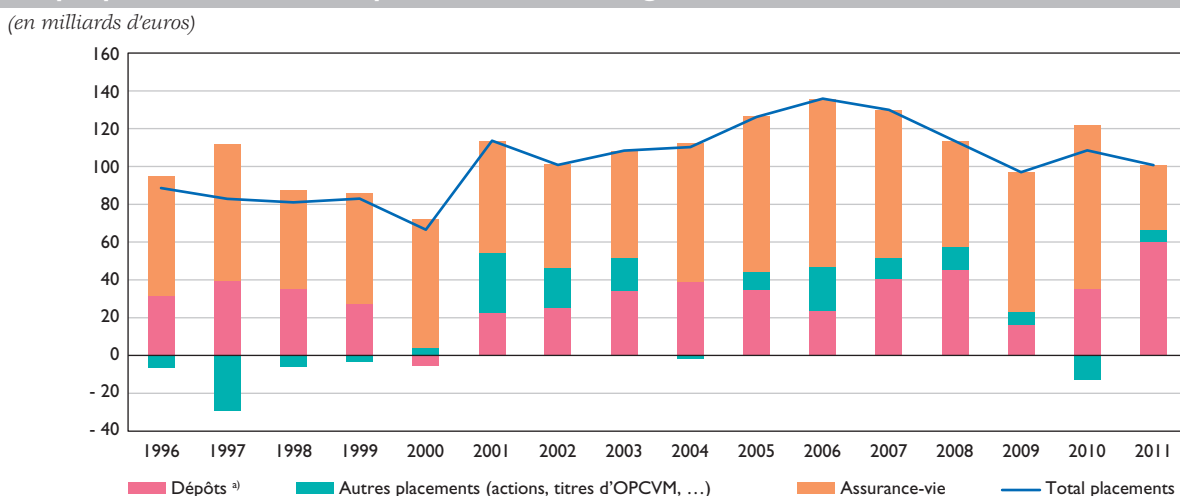
3| Les placements en assurance-vie des ménages en 2011

3| I Désaffection des ménages pour l'assurance-vie au profit des produits d'épargne bancaires

Le montant total des flux de placements financiers des ménages ressort à 100,7 milliards d'euros pour 2011, en repli par rapport à l'année précédente (108,5 milliards). Évolution majeure de l'année 2011, le flux de placements en dépôts bancaires (59,8 milliards, englobant notamment l'épargne réglementée) dépasse, pour la première fois depuis quinze ans, et de façon très nette, celui des souscriptions nettes de contrats d'assurance-vie (34,0 milliards), les placements en titres (6,9 milliards) restant sensiblement moins importants (cf. graphique 11).

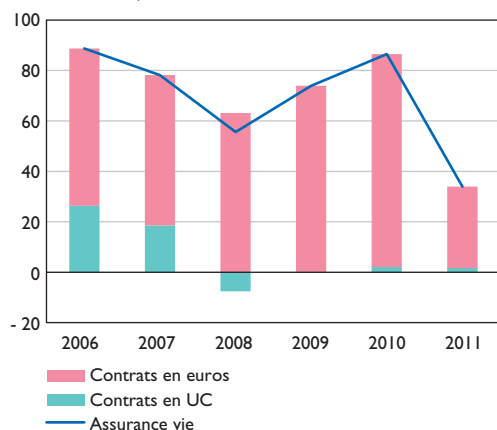
L'attrait des ménages pour les produits d'épargne bancaires, dépôts et comptes sur livrets, résulte, comme déjà noté l'an passé, d'un contexte macroéconomique incertain, qui favorise la constitution d'une épargne liquide de

Graphique 11 Flux nets des placements des ménages français



Graphique 12 Répartition des flux nets des placements des ménages en assurance-vie

(en milliards d'euros)

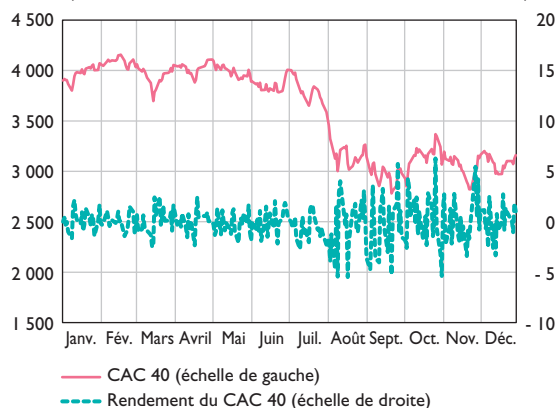


Source : Banque de France, comptes financiers

Graphique 13 Évolution du cours et du rendement du CAC 40 en 2011

(en points)

(en %)



Source : NYSE-Euronext, Banque de France

précaution. De surcroît, dépôts et comptes sur livrets ont bénéficié en 2011 de conditions de rémunération attractives au regard de celles d'autres placements de durée équivalente : le taux du livret A a notamment fait l'objet de deux augmentations de 0,25 % (en février, puis en août 2011) qui l'ont porté de 1,75 % à 2,25 %. Or, il s'agit d'un produit qui est à la fois totalement liquide, défiscalisé et garanti par l'État. En regard, le taux de rendement des OPCVM monétaires est resté inférieur à 1 % en 2011 et les taux de revalorisation des contrats d'assurance-vie ont continué de diminuer (3 % en 2011, après 3,40 % en 2010). L'évolution heurtée des marchés, qui a pu faire apparaître des moins-values sur les contrats en unités de compte, et celle de la fiscalité des revenus des contrats d'assurance-vie¹¹ ont également pu contribuer à ce mouvement de réallocation des flux d'épargne au profit des dépôts et livrets.

En 2011, les contrats en euros représentent toujours l'essentiel des flux de placements des ménages en assurance-vie (32,3 milliards d'euros sur 34,0 milliards). Les flux de placement en contrats libellés en unités de compte (UC) restent modestes, à 1,7 milliards, en léger retrait par rapport à l'année précédente (2,1 milliards). La désaffection relative pour les contrats en UC peut s'expliquer notamment par un profil rendement/risque qui peut être jugé défavorablement par les souscripteurs, en particulier pour les supports en

actions du fait de la baisse de l'indice CAC 40 en 2011, avec une très forte volatilité¹² observée sur les cinq derniers mois de l'année (cf. graphique 13).

L'assurance-vie conserve toutefois une place très importante dans le patrimoine financier des ménages. L'encours des provisions techniques d'assurance-vie s'élève à 1 495 milliards à fin 2011, dont 1 290 milliards au titre des contrats en euros et 205 milliards pour les contrats en unités de compte. Il représente 41,4 % de l'encours des placements financiers des ménages recensés dans les comptes financiers de la Nation.

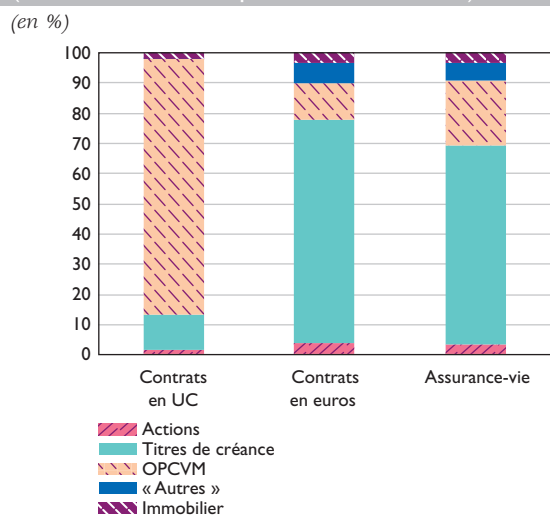
3 | 2 Des placements différenciés selon les contrats, en euros ou en unités de compte

La composition du portefeuille des placements représentatifs des contrats d'assurance-vie est sensiblement différente pour les contrats en euros et les contrats en UC. Les premiers offrent au souscripteur une garantie en capital ainsi qu'un taux de rémunération minimum, alors que la rémunération des seconds est plus nettement liée à l'évolution des prix de marché des actifs retenus comme supports.

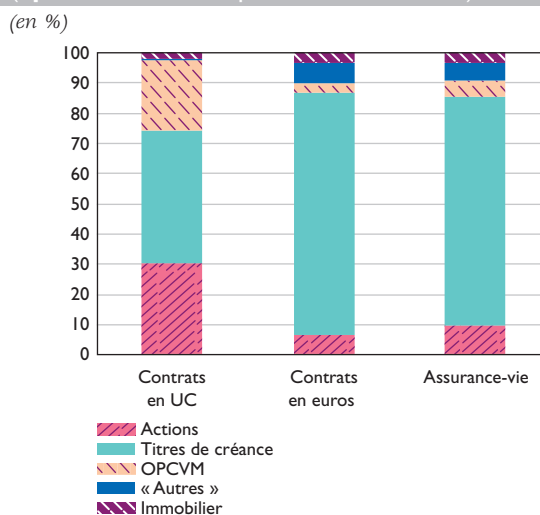
11 Le taux des prélèvements sociaux sur les contrats d'assurance-vie est celui généralement appliqué aux produits des placements : il est passé de 12,1 % à 12,3 % le 1^{er} janvier 2011, puis à 13,5 % le 1^{er} octobre 2011 et s'établit à 15,5 % depuis le 1^{er} juillet 2012. Par ailleurs, l'article 22 de la loi de finances 2011, entré en vigueur le 1^{er} juillet 2011, a aligné la fiscalité des fonds en euros des contrats multisupports sur celle des contrats monosupport en euros en instituant l'imposition des intérêts dès leur inscription en compte et non plus au dénouement du contrat.

12 La volatilité d'un cours boursier est appréciée en fonction de l'écart-type des rendements journaliers du cours.

Graphique 14 Allocation par classe d'actifs des placements des assureurs-vie en 2011 en fonction du type de contrats (avant mise en transparence des OPCVM)



Graphique 15 Allocation par classe d'actifs des placements des assureurs-vie en 2011 en fonction du type de contrats (après mise en transparence des OPCVM)



Ces différences dans le mode de rémunération des assurés, et donc dans la nature des engagements pris par l'assureur, obligent ce dernier à adopter pour chaque type de contrat une allocation d'actifs lui permettant de couvrir au mieux les flux qui devront être servis au souscripteur. La garantie en capital contenue dans les contrats en euros conduit les assureurs à privilégier très largement les investissements en titres de créance (74 %) alors que les contrats en unités de compte sont au contraire investis en grande majorité, à hauteur de 84,2 %, en titres d'OPCVM.

La mise en transparence des OPCVM dont les titres figurent dans les portefeuilles représentatifs des contrats en UC et en euros permet d'affiner la comparaison entre les modes d'allocation d'actifs propres à chaque type de contrat et d'évaluer plus précisément l'exposition finale des assureurs-vie.

Pour les actifs en représentation de contrats en UC, la ventilation entre actions et titres de créance des portefeuilles des OPCVM ¹³ pouvant être mis en transparence donne une proportion de 47,5 % d'actions et de 52,5 % de titres de créance. Au final, le portefeuille d'actifs en représentation des contrats

en UC comporte ainsi au moins 30,3 % d'actions et 43,7 % de titres de créance, les OPCVM en résidu de la mise en transparence pouvant être investis dans l'un ou dans l'autre type de titres.

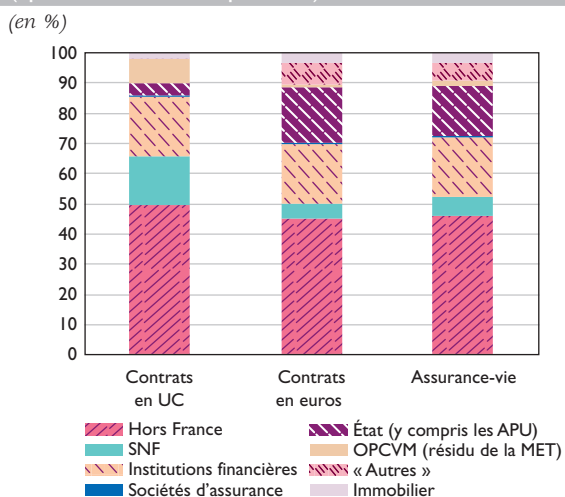
Pour les OPCVM dont les titres sont détenus en représentation de contrats en euros ¹⁴, la mise en transparence fait apparaître une répartition à 73 % en titres de créance et 27 % en actions. La proportion des titres de créance dans les actifs représentatifs de contrats en euros ressort ainsi, après mise en transparence, à 80,4 %.

Les spécificités des politiques d'allocation des actifs propres à chaque type de contrat se traduisent également par des différences dans leur répartition par secteur bénéficiaire. Ainsi, les contrats en euros sont investis à 18,6 % dans des obligations émises par les signatures publiques, contre seulement 3,8 % pour les contrats en UC. De même, les sociétés non financières (SNF) sont destinataires de 16,1 % des placements des contrats en UC contre 5 % de ceux des contrats en euros. Toutefois, en valeur absolue, compte tenu de leur poids respectifs, la contribution des contrats en euros au financement

¹³ Sur les 84,2 % du portefeuille investi en OPCVM des contrats en UC, 60,8 % ont pu être mis en transparence et ventilés entre actions cotées et titres de créances. Le reliquat (23,4 %) demeure dans la catégorie OPCVM résiduelle.

¹⁴ 9 % sur les 11,9 % d'OPCVM détenus dans les contrats en euros ont été mis en transparence, le résidu non ventilé ressort à 2,9 %.

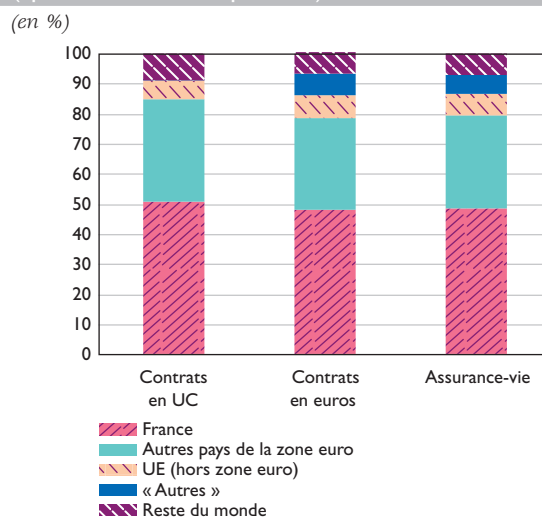
Graphique 16 Répartition sectorielle des placements des assureurs-vie en 2011 en fonction du type de contrats (après mise en transparence)



des SNF (64,5 milliards d'euros) est très supérieure à celle des contrats en UC (33 milliards).

L'allocation géographique des placements est quant à elle peu différente selon que le contrat est en euros ou en unités de compte (cf. graphique 16) : la part

Graphique 17 Diversification géographique des placements des assureurs-vie en 2011 en fonction du type de contrats (après mise en transparence)



dévolue au financement de l'économie nationale est un peu plus importante du côté des contrats en unités de compte (50,6 %) que de celui des contrats en euros (48 %). À l'inverse, la proportion des placements dans la zone euro hors France est un peu plus élevée pour les contrats en unités de compte.

ANNEXE

Méthodologie

Les états détaillés des placements (appelés aussi tableaux complémentaires aux états des placements) des organismes d'assurance comportent pour chaque ligne de titres détenue la valeur brute et nette au bilan ainsi que la valeur de réalisation au 31 décembre de l'année. Ces états ont été croisés avec les référentiels titres et émetteurs de la Banque de France enrichis des référentiels de la Banque centrale européenne pour les titres des non-résidents. Ces croisements permettent d'identifier la nature des titres, leur durée initiale, et le secteur institutionnel de l'émetteur.

Le taux de couverture de l'étude reste très satisfaisant pour l'année 2011, supérieur à 99 % comme en 2010. Pour l'exercice 2011, ont été exploités, d'une part, les états détaillés des placements de 584 sociétés représentant un montant de 1 752 milliards d'euros, et d'autre part, les états agrégés (des dossiers annuels) de 626 sociétés représentant 1 765 milliards d'euros.

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

(encours des placements en milliards d'euros, taux de couverture en %)

	Total des placements ayant pu être analysés (états détaillés des placements)	Total des placements (états récapitulatifs des placements)	Taux de couverture de l'étude
Vie et mixte	1 484	1 495	99,2
Non-vie	179	180	99,7
Mutuelles	49	50	98,5
Institutions de prévoyance	40	40	99,9
Total	1 752	1 765	99,3

Sources : ACP, Banque de France

Répartition détaillée des placements

Répartition des placements à fin 2011 des assureurs, mutuelles et institutions de prévoyance, détaillée par nature de titre, secteur et zone de résidence des émetteurs, après mise en transparence des titres d'OPCVM en portefeuille

(en %)

	Titres de créance						Actions cotées	OPCVM	Immobilier	Actions non cotées	Autres placements	Total
	Court terme	Long terme				Total						
		Obligations	BTMN -EMTN	Autres	Total							
France												
SNF	0,3	2,3			2,3	2,6	4,0	1,6				6,6
Institutions financières	3,5	5,4	9,5	0,1	15,0	18,5	0,9					19,4
OPCVM												1,6
Assurances		0,1			0,1	0,1	0,1					0,2
État	0,6	13,5		0,5	14,0	14,6						14,6
Autres APU	0,2	0,7	0,7	0,1	1,5	1,7						1,7
Total	4,6	22,0	10,2	0,7	32,9	37,5	5,0	1,6				44,1
Zone euro hors France												
SNF	0,1	1,0	1,3		2,3	2,4	2,0	3,1				4,4
Institutions financières	0,7	6,0	4,5	0,4	10,9	11,6	0,4					12,0
OPCVM												3,1
Assurances		0,1		0,1	0,2	0,2	0,2					0,4
État	0,1	7,9	0,1	1,1	9,1	9,2						9,2
Autres APU		0,2			0,3	0,2					0,2	
Autres secteurs	0,1					0,2						0,2
Total	1,0	15,5	6,2	1,1	22,8	23,8	2,6	3,1				29,5
UE hors zone euro												
SNF		0,2	0,5		0,7	0,7	0,4	0,1				1,1
Institutions financières	0,4	1,1	2,2	0,1	3,4	3,8	0,1					3,9
OPCVM												0,1
Assurances				0,1	0,1	0,1						0,1
État		0,2			0,2	0,2						0,2
Autres secteurs	0,1	0,4	0,9		1,3	1,4						1,4
Total	0,5	1,9	3,6	0,2	5,7	6,2	0,5	0,1				6,8
Reste du monde												
Total	0,1	2,0	2,8	0,6	5,3	5,4	1,5	0,6				7,5
Total général												
	6,2	41,4	22,6	2,7	66,7	72,9	9,5	5,5	4,3	3,5	4,3	100,0

Source : Banque de France

18^e colloque international sur l'analyse des données de panel : une brève synthèse

Guillaume HORNY, Frédérique SAVIGNAC, Patrick SEVESTRE

Direction générale des Études et des Relations internationales

Direction des Études microéconomiques et structurelles

Cet article fournit une brève vue d'ensemble des temps forts du 18^e colloque international consacré à l'analyse des données de panel organisé par la Banque de France les 5 et 6 juillet 2012. Cinq chercheurs, Jerry Hausman (Massachusetts Institute of Technology – MIT), Franz Palm et Jean-Pierre Urbain (Université de Maastricht), Christian Gourieroux (Université de Toronto et CREST-ENSAE) et Matthew Shapiro (Université du Michigan), ont été invités à donner des conférences plénières. Cette manifestation a également permis à quelque cent quatre-vingt chercheurs de présenter et de discuter des travaux en économétrie théorique et appliquée. Au-delà de leur intérêt académique, nombre des questions traitées par ces travaux se sont avérées pertinentes pour les experts chargés de renforcer l'assise scientifique des décisions de politique monétaire.

Mots clés : données de panel, modélisation économétrique,
microéconomie, macroéconomie et politique monétaire

Codes JEL : C23, C33, C5

Les 5 et 6 juillet 2012, la Banque de France a organisé le 18^e colloque international d'économétrie des données de panel ¹. L'objectif de cette manifestation était de réunir des économistes, des économètres, des statisticiens et des spécialistes des sciences sociales intéressés par ou travaillant sur les questions relatives aux données de panel, c'est-à-dire sur les modèles et les techniques économétriques associés à des ensembles de données constitués d'observations répétées d'un groupe d'individus, tels que des panels de pays ou des enquêtes panélisées sur des entreprises ou des ménages. Ce colloque venait par ailleurs célébrer le 35^e anniversaire de la toute première conférence consacrée à l'économétrie des données de panel ², organisée en 1977 par Jacques Mairesse et Pascal Mazodier à l'Insee (Paris) ainsi que le 25^e anniversaire de la première conférence de la série actuelle, organisée en 1987 à l'Université Paris Val-de-Marne par l'ERUDITE, centre universitaire de recherche sur l'économétrie des données de panel.

Le programme de la conférence comportait une grande diversité de travaux couvrant un large éventail de recherches théoriques et appliquées s'inscrivant dans le domaine de l'économétrie des données de panel ³. Environ 120 articles de recherche, regroupés en 29 sessions parallèles, ont été présentés par des chercheurs provenant de 25 pays d'Europe, d'Amérique du Nord et du Sud, de la région Asie-Pacifique et d'Afrique. Outre ces 29 sessions, quatre conférences invitées ont été données par Jerry Hausman (MIT), Franz Palm et Jean-Pierre Urbain (Université de Maastricht), Christian Gourieroux (Université de Toronto et CREST-ENSAE) et par Matthew Shapiro (Université du Michigan).

Ce bref article souligne l'intérêt de l'économétrie des données de panel pour les questions traitées au sein des banques centrales et présente les synthèses des quatre interventions des orateurs invités.

I | Pourquoi la recherche empirique sur les données individuelles est-elle nécessaire ?

Dans son allocution d'ouverture, Christian Pfister (Banque de France) a souligné l'intérêt que portent la Banque de France et l'Eurosystème à l'utilisation des données microéconomiques en général et aux techniques économétriques de traitement des données de panel en particulier. La préparation des décisions de politique monétaire, ainsi que la réglementation et la supervision des activités financières, nécessitent un recours croissant à la recherche empirique afin d'améliorer notre compréhension des relations entre différents agents ou entre différents secteurs économiques. L'analyse empirique fondée sur les données individuelles (pays, entreprises, ménages) est essentielle pour appréhender l'impact qu'exercent les différences entre pays, entreprises ou ménages sur les résultats macroéconomiques.

De fait, l'information statistique collectée et traitée par la Banque de France revêt souvent la forme d'ensembles de données de panel, c'est-à-dire d'observations relatives à la même entreprise ou la même banque à des périodes successives. Beaucoup d'économistes de la Banque de France fondent une grande part de leurs travaux sur des échantillons de données de panel et sur les techniques économétriques qui leur sont associées. Par exemple, les recherches effectuées dans le cadre des réseaux de l'Eurosystème, tels que le réseau sur la transmission de la politique monétaire (*Monetary Transmission Network* – MTN), le réseau sur la persistance de l'inflation (*Inflation Persistence Network* – IPN), le réseau sur la dynamique des salaires (*Wage Dynamics Network* – WDN) et plus récemment le réseau sur le financement et la consommation des ménages (*Household Consumption and Finance Network* – HFCN) ainsi que le réseau sur la compétitivité (*Competitiveness Network* – ComptNet)

1 La conférence a été co-parrainée par la Banque de France, le CNRS (Centre national de la recherche scientifique), ERUDITE (Équipe de Recherche sur l'utilisation des données individuelles en lien avec la théorie économique, Université Paris-Est Créteil), le GENES (Groupe des Écoles nationales d'Économie et de Statistique), l'INRA (Institut national de la Recherche agronomique) et le Journal of Applied Econometrics.

2 La 19^e conférence internationale en économétrie sur les données de panel aura lieu à la Cass Business School à Londres les jeudi 4 et vendredi 5 juillet 2013.

3 Le programme détaillé est disponible sur le site internet de la Banque de France à l'adresse suivante : <http://www.banque-france.fr/18th-international-panel-data-conference/html/program.htm>

reposent largement sur des échantillons de données de panel et sur les techniques économétriques associées. Ces recherches permettent de mieux appréhender des questions telles que la dynamique des prix et des salaires, les déterminants des décisions de financement des entreprises, de la distribution du crédit bancaire ou du financement des ménages, contribuant ainsi à améliorer l'assise scientifique des décisions de politique monétaire.

2| Synthèse des interventions

Cinq chercheurs de premier plan, Jerry Hausman (MIT), Franz Palm et Jean-Pierre Urbain (tous deux de l'Université de Maastricht), Christian Gourieroux (Université de Toronto et CREST-ENSAE) et Matthew Shapiro (Université du Michigan), ont été invités à donner chacun une conférence à l'occasion de ce colloque.

L'intervention de Jerry Hausman (MIT) a porté sur le traitement de l'hétérogénéité non observée dans les modèles de durée. Ces modèles visent à expliciter le temps passé par un individu ou une entreprise dans un état donné (par exemple au chômage pour un travailleur, ou sans défaillance pour une entreprise). De telles durées peuvent dépendre de facteurs inobservés (dénommés « hétérogénéité non observée ») qui doivent néanmoins être pris en compte pour évaluer correctement l'effet des facteurs observés. Par exemple, un travailleur peut rester au chômage moins longtemps qu'un autre parce qu'il consacre plus d'efforts à la recherche d'un emploi. Il existe deux approches pour modéliser cette question : on peut tenter d'expliquer la probabilité de sortie de l'état considéré (par exemple la sortie du chômage pour un travailleur), conditionnellement au temps passé dans l'état en question : c'est la « fonction de hasard ». On peut alternativement tenter d'expliquer la durée passée dans ledit état avant d'en sortir ; c'est la « fonction de survie ». Le plus souvent, le processus est modélisé au moyen de la fonction de hasard. Malheureusement, tenir compte dans ce cadre de l'hétérogénéité non observée nécessite de poser des hypothèses assez fortes. Jerry Hausman a montré dans sa présentation une approche basée sur la fonction de survie nécessitant de faire des hypothèses moins restrictives sur l'hétérogénéité non observée, ce qui la rend préférable à l'approche usuelle par fonction de hasard.

La deuxième conférence a été donnée par Franz Palm et Jean-Pierre Urbain (tous deux de l'Université de Maastricht), dans le cadre d'une session invitée. Ils ont consacré leur intervention à un tour d'horizon des évolutions récentes des outils économétriques disponibles lorsque l'échantillon comprend un nombre d'individus qui n'est pas très élevé, tandis que le nombre de périodes pour lesquelles ils sont observés peut être relativement important. Cela est caractéristique des macro ou des méso-panels, c'est-à-dire des panels de pays ou de secteurs. Outre un nombre réduit d'individus, ces panels ont une autre spécificité : les individus qui les composent (qu'il s'agisse de pays ou de secteurs) ont une forte probabilité d'être corrélés entre eux (ce que l'on appelle « dépendance transversale »). Cet aspect rend nombre de techniques économétriques habituelles inadaptées à ces panels. Franz Palm et Jean-Pierre Urbain ont offert une présentation approfondie et détaillée des techniques à la disposition des chercheurs confrontés à ces structures de panel.

Christian Gourieroux (Université de Toronto et CREST-ENSAE) a consacré son intervention aux problèmes soulevés par l'estimation de modèles non linéaires à facteurs communs lorsque le nombre d'individus de l'échantillon est important. Les « facteurs communs » représentent des facteurs globaux non observés susceptibles d'avoir un impact différencié sur les décisions de tel ou tel individu, impact que l'on cherche à estimer. On peut en trouver des applications dans la finance, où l'on cherche par exemple à analyser l'historique des risques d'un grand nombre de prêts immobiliers. Malheureusement, lorsque le nombre d'individus ou de prêts de l'échantillon est important, le nombre de paramètres à estimer devient lui aussi très élevé. En outre, l'estimation de tels modèles peut même devenir presque impossible à mettre en œuvre lorsque ces modèles sont non linéaires. Christian Gourieroux a suggéré dans sa présentation que ce problème peut être résolu en estimant des modèles de panel dynamiques non linéaires échangeables à facteurs communs et a montré qu'il existe une façon efficace d'estimer de tels modèles.

La quatrième conférence invitée a été prononcée par Matthew D. Shapiro (Université du Michigan). Il a présenté une de ses contributions importantes à la littérature empirique concernant le comportement des ménages : la mesure des paramètres caractérisant

les préférences des ménages, comme leur aversion au risque. Il s'agit clairement d'un enjeu crucial pour la compréhension des choix de portefeuille des ménages, par exemple. Malheureusement, les mesures de l'aversion au risque recueillies par l'intermédiaire d'enquêtes sont fortement susceptibles d'être affectées par des erreurs de mesure. Matthew Shapiro a donc présenté une approche économétrique prenant en compte les erreurs de mesure lorsque l'on mesure

la tolérance au risque ou d'autres paramètres caractérisant les préférences des individus. Au moyen d'une analyse empirique, il a montré qu'il existe des différences importantes en termes de tolérance au risque entre les individus : elle est plus forte chez les personnes les plus riches et possédant des revenus élevés, tandis que les personnes âgées sont moins disposées à prendre des risques que les jeunes, toutes choses égales par ailleurs.

Situation économique générale

1	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France	S3
2	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France (données CVS)	S4
3	Indices des prix à la consommation	S5
4	Compétitivité de l'économie française	S6
5	Balance des paiements — Principales composantes (données trimestrielles) — France	S7
6	Balance des paiements — Transactions courantes et capital (données trimestrielles) — France	S8
7	Balance des paiements — Mouvements de capitaux (données trimestrielles) — France	S9
8	Balance des paiements — Ventilation géographique (données trimestrielles) — France	S10
9	Balance des paiements (données mensuelles) — France	S11
10	Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)	S12

Monnaie, placements et financements

11	Principaux indicateurs monétaires et financiers — France et zone euro	S13
12	Bilan de la Banque de France	S14
13	Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France — France	S15
14	Dépôts — France	S16
15	Dépôts à terme — France	S17
16	Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français — France	S18
17	Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement — France et zone euro	S19
18	Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente — France	S20
19	Placements et financements des sociétés d'assurance et fonds de pension — Zone euro et France	S21
20	Placements et financements des ménages — Zone euro	S22
21	Placements et financements des ménages — France	S23
22	Placements et financements des sociétés non financières — Zone euro	S24
23	Placements et financements des sociétés non financières — France	S25
24	Rémunération des dépôts — France et zone euro	S26
25	Coût du crédit — France et zone euro	S27
26	Coût du crédit — France	S28

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

27	Taux d'intérêt	S29
28	Liquidité bancaire et refinancement — Zone euro	S30
29	Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires	S31
30/31	Titres de créances négociables — France	S32/S33
32	Titres d'OPCVM — France	S34
33	Émissions de titres de dette et d'actions cotées par les résidents français	S35
34	Émissions de titres de dette et d'actions cotées des résidents français par secteur émetteur	S36

Autres statistiques

35	État des défaillances d'entreprises par secteur — France	S37
36	Systèmes de paiement de masse — France	S38
37/38	Systèmes de paiement de montant élevé — Union européenne	S39/S40
39	Systèmes de paiement de montant élevé — France	S41

Notice méthodologique

S43

Séries chronologiques

S51

Avertissement

*Des modifications ont été apportées à la présentation du bilan de la Banque de France (Figure I 2).
Les données du cahier sont mises à jour mensuellement sur le site Internet de la Banque de France.*

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

(NAF révision 2 ; données cvs)

	2012						
	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août
Évolution de la production par rapport au mois précédent ^{a)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	-3	7	-1	-14	2	-2	5
Denrées alimentaires et boissons	1	14	8	3	6	-1	6
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	-1	-1	-2	-6	3	-1	-1
Industrie automobile	2	-5	-25	-16	-13	-14	0
Autres matériels de transport	-1	10	6	-2	21	3	1
Autres produits industriels	-5	6	-3	-18	3	-1	3
Production pour les prochains mois ^{a)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	3	1	-2	5	-1	-4	-3
Denrées alimentaires et boissons	9	7	7	12	9	9	6
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	1	0	2	3	-2	-3	-1
Industrie automobile	-8	-11	-10	-8	-17	-26	-34
Autres matériels de transport	17	16	17	20	6	8	12
Autres produits industriels	4	3	-3	3	-1	-5	3
Évolution des commandes de l'industrie manufacturière par rapport au mois précédent (ensemble) ^{a)}							
Globales	1	0	0	-9	0	-1	6
Étrangères	2	-1	1	-4	0	0	3
Niveau du carnet de commandes ^{a)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	3	0	-1	-3	-4	-4	-7
Denrées alimentaires et boissons	5	1	7	4	-3	-4	0
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	1	-1	0	3	4	0	-5
Industrie automobile	-21	-40	-35	-50	-52	-44	-65
Autres matériels de transport	56	48	51	47	43	43	38
Autres produits industriels	1	-1	-4	-5	-5	-5	-8
Niveau des stocks de produits finis ^{a)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	4	5	5	4	5	4	2
Denrées alimentaires et boissons	-3	3	3	3	4	3	0
Équipements électriques, électroniques, et autres machines	9	11	8	8	10	10	5
Industrie automobile	7	0	4	3	1	-4	-2
Autres matériels de transport	4	5	2	5	3	4	4
Autres produits industriels	2	5	4	5	5	5	1
Taux d'utilisation des capacités de production ^{b)}							
Ensemble de l'industrie manufacturière	78,2	78,3	78,0	76,8	77,2	77,0	77,0
Évolution des effectifs (ensemble de l'industrie manufacturière) ^{a)}							
Par rapport au mois précédent	-1	0	-2	-2	-1	-2	-1
Au cours des prochains mois	-1	0	-2	-2	-3	-4	-5
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie ^{c)}							
	95	95	94	92	91	90	93

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

b) Données exprimées en pourcentage

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

Source : Banque de France

Réalisé le 18 septembre 2012

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

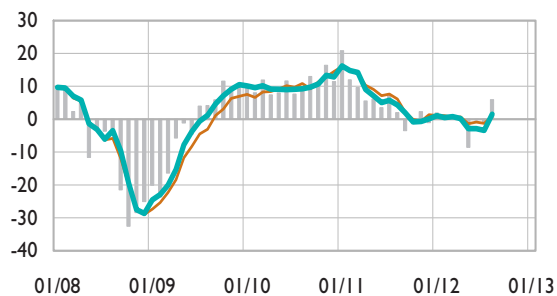
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = 1981 – dernier point)



Commandes ^{a)}

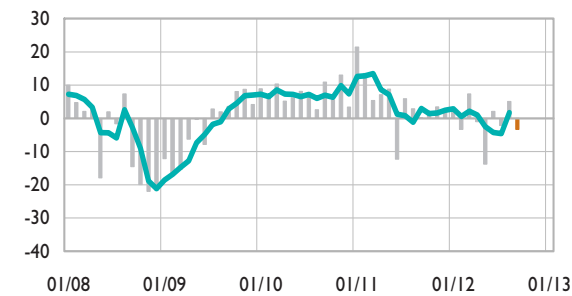
(solde des opinions ; variation mensuelle)



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

Production ^{a)}

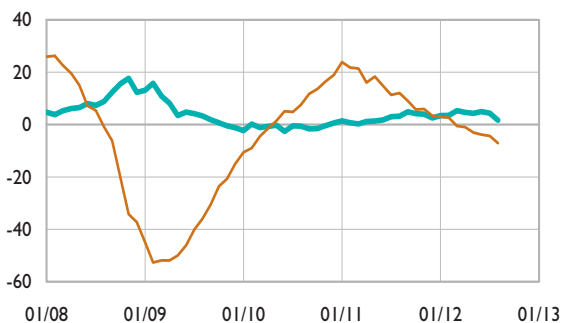
(solde des opinions ; variation mensuelle)



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

Stocks et carnets de commandes ^{a)}

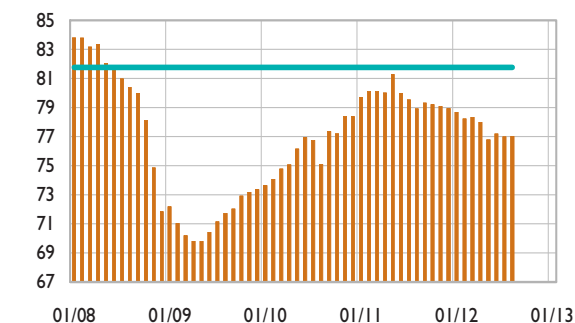
(solde des opinions ; par rapport à un niveau jugé normal)



— Stocks
— Carnets

TUC dans l'industrie ^{a)}

(en %)



— TUC
— Moyenne de longue période depuis 1981

a) Industrie manufacturière

Source : Banque de France

Réalisé le 18 septembre 2012

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

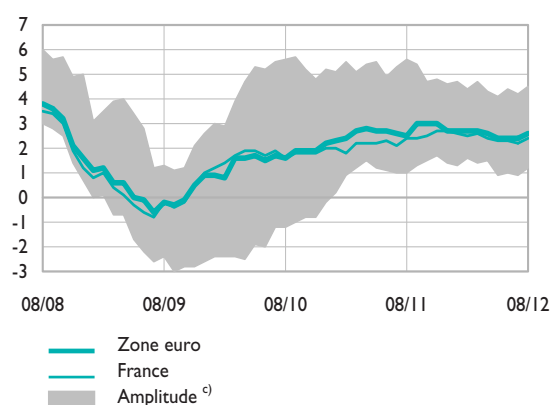
(glissement annuel)									
	2011	2012							
	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août
France	2,7	2,6	2,5	2,6	2,4	2,3	2,3	2,2	2,4
Allemagne	2,3	2,3	2,5	2,3	2,2	2,2	2,0	1,9	2,2
Italie	3,7	3,4	3,4	3,8	3,7	3,5	3,6	3,6	3,3
Zone euro	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,4	2,4	2,4	2,6
Royaume-Uni	4,2	3,6	3,4	3,5	3,0	2,8	2,4	2,6	nd
Union européenne	3,0	2,9	2,9	2,9	2,7	2,5	2,5	2,5	2,7
États-Unis	3,0	2,9	2,9	2,7	2,3	1,7	1,7	1,4	1,7
Japon	-0,2	0,1	0,3	0,5	0,5	0,2	-0,1	-0,4	nd

(moyenne annuelle)									
	2009	2010	2011	2012					
				mars	avril	mai	juin	juil.	août
France	0,1	1,7	2,3	0,4	0,1	0,0	0,2	0,1	0,4
Allemagne	0,2	1,2	2,5	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,4
Italie	0,8	1,6	2,9	0,4	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,1
Zone euro	0,3	1,6	2,7	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,2	nd
Royaume-Uni	2,2	3,3	4,5	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,4	nd
Union européenne ^{b)}	1,0	2,1	3,1	–	–	–	–	–	–
États-Unis	-0,4	1,6	3,2	0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,6
Japon	-1,3	-0,7	-0,3	0,1	0,0	-0,4	-0,4	0,0	nd

(variation mensuelle CVS)									
	2009	2010	2011	2012					
				mars	avril	mai	juin	juil.	août
France	0,1	1,7	2,3	0,4	0,1	0,0	0,2	0,1	0,4
Allemagne	0,2	1,2	2,5	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,4
Italie	0,8	1,6	2,9	0,4	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,1
Zone euro	0,3	1,6	2,7	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,2	nd
Royaume-Uni	2,2	3,3	4,5	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,4	nd
Union européenne ^{b)}	1,0	2,1	3,1	–	–	–	–	–	–
États-Unis	-0,4	1,6	3,2	0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,6
Japon	-1,3	-0,7	-0,3	0,1	0,0	-0,4	-0,4	0,0	nd

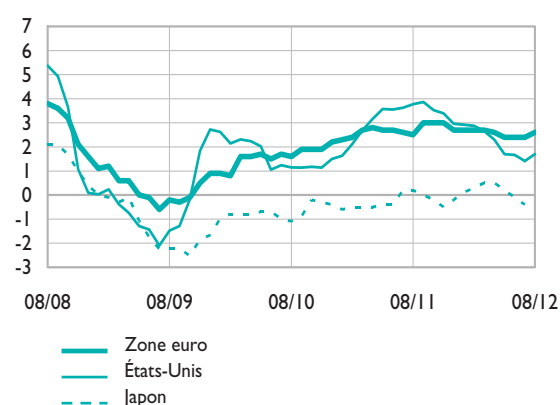
France et zone euro

(glissement annuel en %)



Comparaisons internationales

(glissement annuel en %)



a) Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon (indices nationaux)

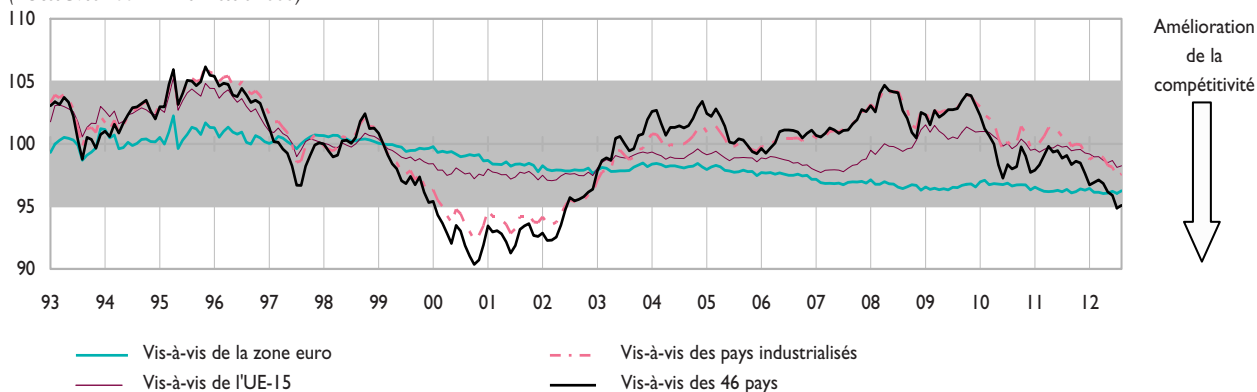
b) La série des variations mensuelles CVS de l'IIPCH n'est pas disponible pour l'Union européenne

c) Écart entre les valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro (composition variable)

Figure 4
Compétitivité de l'économie française

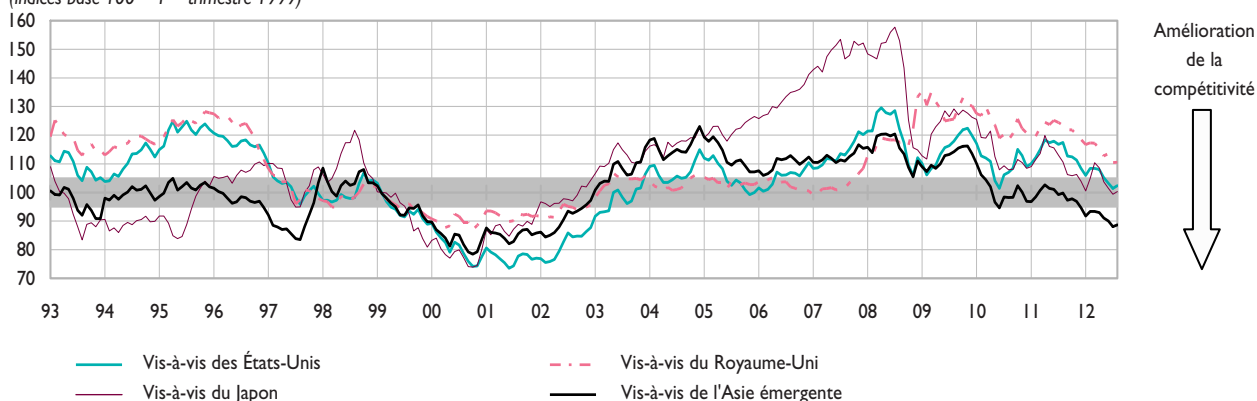
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999)



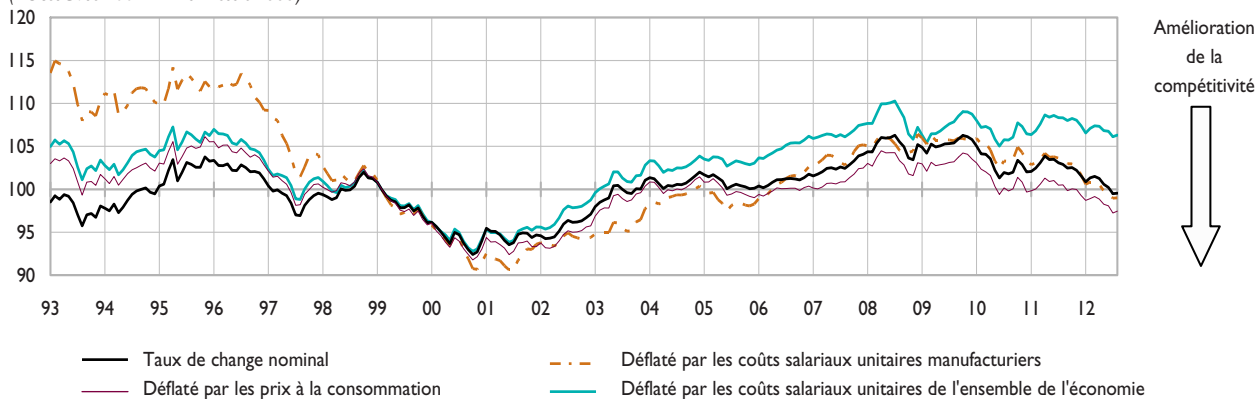
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999)



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

(indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999)



Partie grise : écart de + ou - 5% par rapport à la moyenne de longue période

Voir notice méthodologique de la partie « Statistiques » du Bulletin

Sources : nationales, Banque de France, BCE, FMI, OCDE, Thomson Financial Datastream

Calculs : Banque de France

Réalisé le 18 septembre 2012

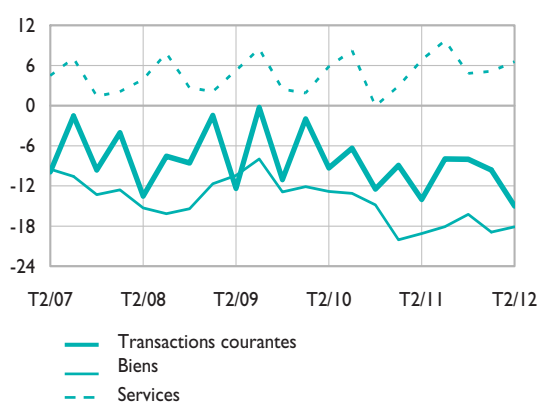
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2010	2011	2011			2012	
			T2	T3	T4	T1	T2
Compte de transactions courantes	-30,2	-38,9	-14,0	-8,0	-8,0	-9,6	-15,0
Biens	-52,9	-73,5	-19,1	-18,1	-16,2	-18,9	-18,1
Services	15,9	24,2	6,8	9,7	4,8	5,1	6,6
Revenus	40,7	46,9	7,3	11,2	14,0	11,4	4,5
Transferts courants	-33,8	-36,6	-9,0	-10,8	-10,6	-7,2	-7,9
Compte de capital	0,0	-0,1	0,0	-0,6	0,5	0,0	-0,1
Compte financier	27,5	58,1	44,5	-1,9	47,1	0,1	-1,7
Investissements directs	-34,9	-35,4	-27,7	-8,5	-0,2	-4,9	-8,5
Français à l'étranger	-58,0	-64,8	-35,9	-16,8	-14,6	-16,9	-23,4
Étrangers en France	23,1	29,5	8,2	8,3	14,4	12,0	14,8
Investissements de portefeuille	123,2	251,6	69,0	56,4	104,0	24,6	23,7
Avoirs	26,2	177,5	-1,2	87,8	113,0	-3,6	18,9
Engagements	96,9	74,1	70,2	-31,4	-9,1	28,2	4,8
Instruments financiers dérivés	34,3	13,8	7,5	0,4	2,3	-1,9	4,4
Autres investissements	-89,3	-177,3	-5,3	-55,7	-61,1	-17,9	-20,3
Avoirs de réserve	-5,8	5,5	1,1	5,5	2,1	0,2	-0,9
Erreurs et omissions nettes	2,7	-19,1	-30,5	10,4	-39,6	9,5	16,8

Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)

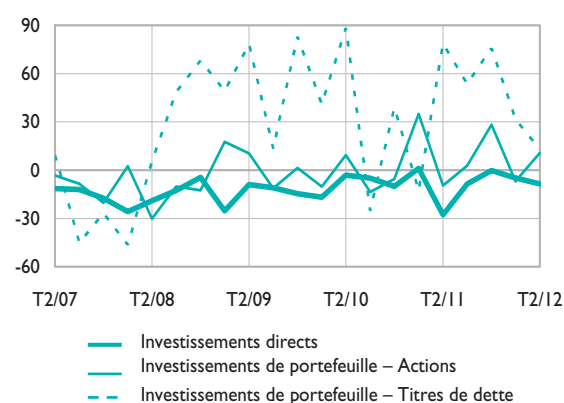


Figure 6
Balance des paiements – Transactions courantes et capital (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2010	2011	2011			2012	
			T2	T3	T4	T1	T2
Compte de transactions courantes	-30,2	-38,9	-14,0	-8,0	-8,0	-9,6	-15,0
Biens	-52,9	-73,5	-19,1	-18,1	-16,2	-18,9	-18,1
Exportations	392,0	424,0	107,1	101,4	109,1	112,4	110,3
Importations	444,9	497,5	126,2	119,5	125,4	131,3	128,4
Marchandises générales	-54,1	-73,6	-19,0	-18,3	-16,4	-18,8	-18,0
Avitaillement	-2,0	-2,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,9	-0,8
Travail à façon et réparations	3,2	2,9	0,6	0,9	0,9	0,8	0,7
Services	15,9	24,2	6,8	9,7	4,8	5,1	6,6
Exportations	145,1	161,5	41,4	45,5	39,1	35,9	37,6
Importations	129,2	137,2	34,6	35,8	34,3	30,8	31,0
Transports	-3,2	-5,3	-1,6	-0,9	-0,9	-1,0	-0,7
Voyages	5,9	7,5	2,5	5,5	-0,3	1,7	3,0
Services de communication	0,8	1,3	0,3	0,3	0,4	0,2	0,3
Services de construction	2,1	2,2	0,6	0,5	0,7	0,4	0,6
Services d'assurance	0,5	1,6	0,6	0,6	0,3	0,1	0,2
Services financiers	0,7	2,1	0,5	0,5	0,6	0,4	0,5
Services d'informatique et d'information	-0,4	-0,7	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Redevances et droits de licence	2,9	4,1	0,9	0,8	1,2	1,1	0,6
Autres services aux entreprises	6,3	10,9	2,9	2,6	3,0	2,3	2,2
Services personnels, culturels et récréatifs	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,1
Services des administrations publiques	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0
Revenus	40,7	46,9	7,3	11,2	14,0	11,4	4,5
Rémunérations des salariés	10,9	12,4	3,1	3,1	3,1	3,0	2,9
Revenus des investissements	29,8	34,6	4,2	8,1	10,9	8,3	1,6
Directs	37,1	39,7	11,2	7,6	11,1	9,7	9,2
De portefeuille	-5,1	-5,8	-7,1	-0,1	-0,6	-1,5	-7,9
Autres	-2,3	0,7	0,1	0,5	0,5	0,2	0,2
Transferts courants	-33,8	-36,6	-9,0	-10,8	-10,6	-7,2	-7,9
Transferts courants du secteur des APU	-18,4	-19,3	-4,8	-6,0	-6,1	-2,4	-4,3
Transferts courants des autres secteurs	-15,4	-17,3	-4,2	-4,8	-4,4	-4,9	-3,6
dont envois de fonds des travailleurs	-9,1	-9,0	-2,2	-2,2	-2,2	-2,4	-1,6
Compte de capital	0,0	-0,1	0,0	-0,6	0,5	0,0	-0,1

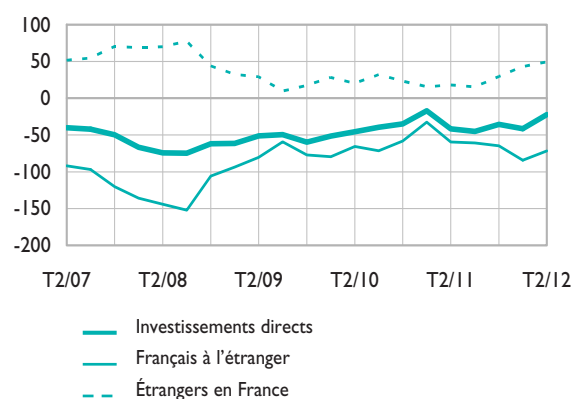
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2010	2011	2011			2012	
			T2	T3	T4	T1	T2
Compte financier	27,5	58,1	44,5	-1,9	47,1	0,1	-1,7
Investissements directs	-34,9	-35,4	-27,7	-8,5	-0,2	-4,9	-8,5
Français à l'étranger	-58,0	-64,8	-35,9	-16,8	-14,6	-16,9	-23,4
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	-45,4	-48,3	-20,5	-10,3	-14,8	-10,7	-8,0
Étrangers en France	23,1	29,5	8,2	8,3	14,4	12,0	14,8
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	16,7	19,1	4,5	-1,1	12,4	2,5	5,5
Investissements de portefeuille	123,2	251,6	69,0	56,4	104,0	24,6	23,7
Avoirs	26,2	177,5	-1,2	87,8	113,0	-3,6	18,9
Actions	-15,9	54,0	-14,4	9,6	33,9	-10,7	0,3
Obligations	16,2	80,8	-7,2	59,3	62,3	35,8	16,7
Titres de créance à court terme	25,9	42,7	20,4	18,9	16,8	-28,8	2,0
Engagements	96,9	74,1	70,2	-31,4	-9,1	28,2	4,8
Actions	-3,8	2,5	4,8	-6,8	-5,7	3,8	10,5
Obligations	99,1	96,0	58,0	-2,5	24,3	26,0	6,9
Titres de créance à court terme	1,7	-24,4	7,4	-22,1	-27,7	-1,7	-12,6
Instruments financiers dérivés	34,3	13,8	7,5	0,4	2,3	-1,9	4,4
Autres investissements	-89,3	-177,3	-5,3	-55,7	-61,1	-17,9	-20,3
Avoirs de réserve	-5,8	5,5	1,1	5,5	2,1	0,2	-0,9
Erreurs et omissions nettes	2,7	-19,1	-30,5	10,4	-39,6	9,5	16,8

Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)

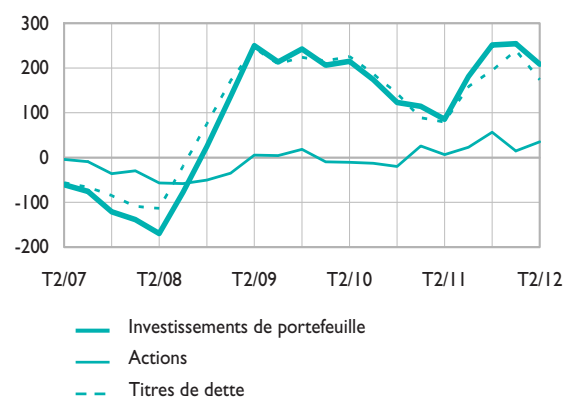


Figure 8
Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	1 ^{er} trimestre 2012					
	UEM ^{a)}	UE27 hors UEM ^{b)}	USA	Japon	Suisse	Chine
Compte de transactions courantes	-2,9	0,9	-1,5	-0,8	2,3	nd
Recettes	85,8	31,4	11,9	2,3	8,4	5,5
Dépenses	88,7	30,5	13,5	3,1	6,1	nd
Biens	-10,7	0,1	-1,0	-0,5	0,7	-5,8
Recettes	53,3	14,1	6,6	1,7	3,7	3,9
Dépenses	64,0	13,9	7,6	2,2	3,1	9,7
Services	1,5	-0,7	0,7	-0,1	0,5	0,5
Recettes	14,0	4,1	3,4	0,3	1,7	1,4
Dépenses	12,6	4,8	2,7	0,4	1,3	0,9
Revenus	8,1	2,6	-1,2	-0,2	1,6	nd
Recettes	17,4	4,8	1,7	0,3	2,6	0,2
Dépenses ^{c)}	9,3	2,2	2,9	0,4	1,0	nd
Transferts courants	-1,8	-1,2	0,0	-0,1	-0,5	-0,1
Compte financier						
Investissements directs	-3,4	1,3	-1,3	-0,5	3,3	-0,3
Français à l'étranger	-4,6	-0,9	-5,1	-0,2	-0,9	-0,3
Étrangers en France	1,2	2,2	3,8	-0,4	4,2	0,0
Investissements de portefeuille – Avoirs ^{d)}	14,1	-20,7	1,2	0,5	0,1	0,5
Actions	-0,7	-0,4	-5,0	-3,2	-0,2	0,6
Obligations	35,7	-7,9	3,8	0,7	0,0	0,0
Titres de créance à court terme	-20,9	-12,4	2,5	3,0	0,3	-0,1
Autres investissements	-8,4	-67,0	43,3	-9,0	-2,4	4,8

a) 17 pays membres (dont Estonie entrée au 1^{er} janvier 2011)

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

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

d) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2011	2012			Cumul 12 mois	
		mai	juin	juil.	2011	2012
	juil.				juil.	juil.
Compte de transactions courantes	-1,3	-7,4	-3,4	-0,4	-44,1	-39,7
Biens	-5,5	-6,0	-5,8	-3,9	-70,3	-69,8
Services	4,2	2,3	2,8	4,2	18,6	26,1
Revenus	4,0	-0,8	2,1	1,8	42,9	38,8
Transferts courants	-4,0	-2,9	-2,6	-2,4	-35,4	-34,8
Compte de capital	-0,6	0,0	0,0	0,0	-0,9	0,4
Compte financier	-15,3	5,6	-7,7	13,9	19,1	72,8
Investissements directs	-11,6	-1,5	-5,5	-5,0	-54,3	-15,6
Français à l'étranger	-5,8	-6,0	-11,6	-11,0	-61,0	-76,9
Capital social	-1,0	0,2	-0,8	-4,6	-16,5	-19,4
Bénéfices réinvestis	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-23,9	-28,1
Autres opérations	-2,5	-3,9	-8,4	-4,0	-20,6	-29,3
Étrangers en France	-5,8	4,5	6,1	6,0	6,7	61,3
Capital social	-6,1	0,5	1,4	0,7	0,9	17,9
Bénéfices réinvestis	0,6	0,8	0,8	0,8	6,2	8,4
Autres opérations	-0,3	3,2	4,0	4,6	-0,4	35,0
Investissements de portefeuille	4,8	-19,8	61,9	13,4	119,5	217,3
Avoirs	25,3	-30,5	46,1	23,7	49,2	214,6
Actions	-2,2	-5,3	8,9	-0,4	-9,5	34,9
Obligations	21,4	-13,2	22,8	23,8	42,4	176,6
Titres de créance à court terme	6,1	-12,0	14,4	0,3	16,3	3,2
Engagements	-20,5	10,7	15,8	-10,3	70,2	2,8
Actions	0,1	1,0	20,7	-12,5	11,9	-10,8
Obligations	-10,6	3,8	11,6	-6,2	58,4	59,1
Titres de créance à court terme	-10,0	5,9	-16,5	8,5	0,0	-45,6
Instruments financiers dérivés	-2,2	2,2	-0,1	-1,5	20,3	6,0
Autres investissements	-7,0	25,2	-64,3	7,4	-60,6	-140,5
Avoirs de réserve	0,8	-0,5	0,3	-0,4	-5,7	5,6
Erreurs et omissions nettes	17,2	1,8	11,1	-13,5	25,9	-33,5

Source : Banque de France

Réalisé le 18 septembre 2012

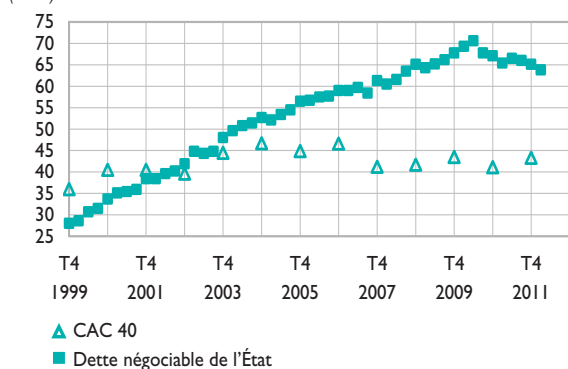
Figure 10
Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)

(en milliards d'euros)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T1
Créances	4 533,5	4 414,1	4 661,2	5 597,8	5 877,4	5 866,0
Investissements directs français à l'étranger	874,2	975,3	1 036,0	1 149,6	1 222,3	1 232,5
<i>Capitaux propres</i>	598,2	658,6	726,1	820,2	872,7	879,1
<i>Autres opérations</i>	276,0	316,7	309,9	329,4	349,6	353,4
Investissements de portefeuille (titres étrangers détenus par les résidents)	2 014,1	1 857,4	2 049,9	2 090,4	1 828,9	1 887,3
Instruments financiers dérivés	241,0	234,0	273,5	867,5	1 214,5	1 139,2
Autres investissements	1 325,7	1 273,5	1 209,5	1 365,9	1 478,7	1 472,8
Avoirs de réserve	78,6	74,0	92,4	124,5	133,1	134,2
Engagements	-4 708,2	-4 633,3	-4 864,1	-5 709,8	-6 025,2	-6 018,6
Investissements directs étrangers en France	-649,1	-684,5	-683,9	-709,8	-736,7	-747,7
<i>Capitaux propres</i>	-386,2	-395,3	-408,4	-422,9	-437,9	-440,5
<i>Autres opérations</i>	-262,9	-289,2	-275,5	-286,9	-298,8	-307,2
Investissements de portefeuille (titres français détenus par les non-résidents)	-1 987,9	-1 872,5	-2 299,7	-2 431,8	-2 451,8	-2 534,3
Instruments financiers dérivés	-312,6	-289,3	-311,8	-905,5	-1 253,7	-1 178,4
Autres investissements	-1 758,7	-1 787,0	-1 568,6	-1 662,7	-1 583,0	-1 558,2
Position nette	-174,7	-219,2	-202,8	-111,9	-147,8	-152,5

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

(en %)



Position extérieure de la France

(en milliards d'euros)

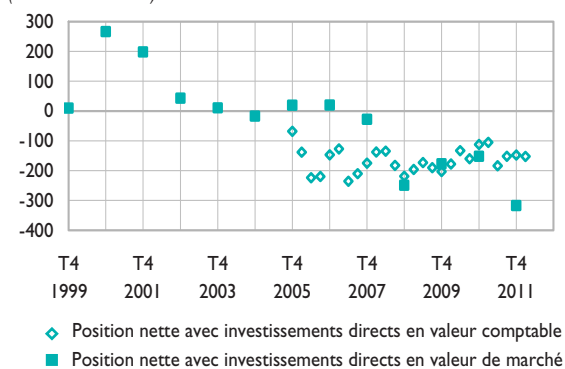


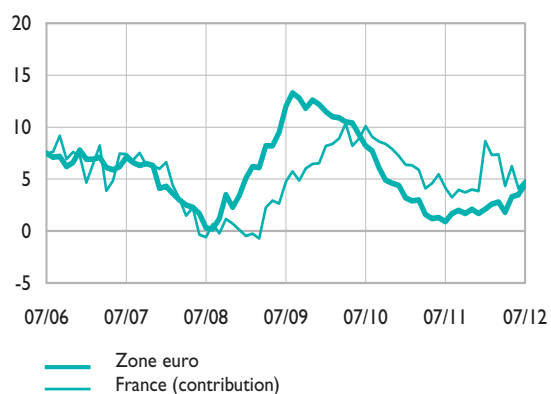
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

(taux de croissance annuel en %)

	2009	2010	2011	2011	2012						
	déc.	déc.	déc.	juil.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.
M1											
Zone euro ^{a)}	12,2	4,4	1,7	0,9	2,1	2,6	2,8	1,8	3,3	3,5	4,5
France (contribution)	6,5	7,2	3,8	4,2	8,6	7,3	7,4	4,3	6,3	4,1	4,8
M2											
Zone euro ^{a)}	1,6	2,3	1,8	2,1	2,3	2,8	3,0	2,5	2,9	3,0	3,5
France (contribution)	0,0	7,4	3,5	5,9	6,1	5,6	5,6	4,2	4,8	4,4	4,9
M3											
Zone euro ^{a)}	-0,3	1,7	1,5	2,0	2,5	2,8	3,2	2,6	3,1	3,2	3,8
France (contribution)	-4,1	6,6	3,0	4,8	4,5	3,2	4,1	2,4	3,3	4,7	4,7
Crédits au secteur privé											
Zone euro ^{a)}	-0,1	1,9	1,1	2,5	1,2	0,8	0,6	0,2	-0,1	-0,2	0,1
France ^{b)}	-0,6	5,0	2,4	6,4	2,8	2,2	2,1	0,4	0,2	0,5	-0,8

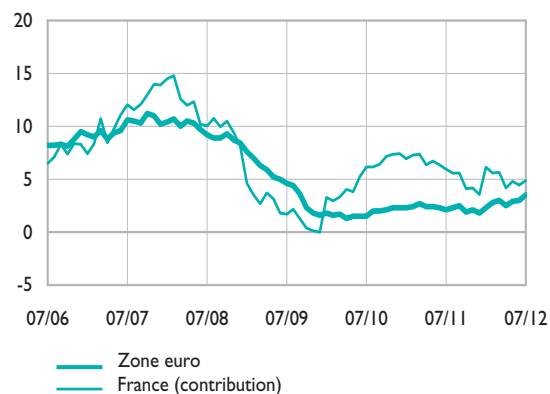
M1

(taux de croissance annuel en %)



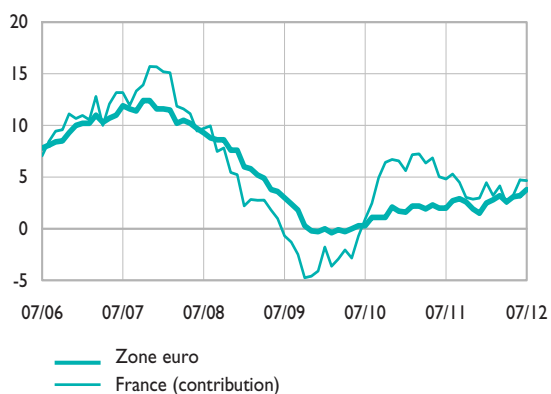
M2

(taux de croissance annuel en %)



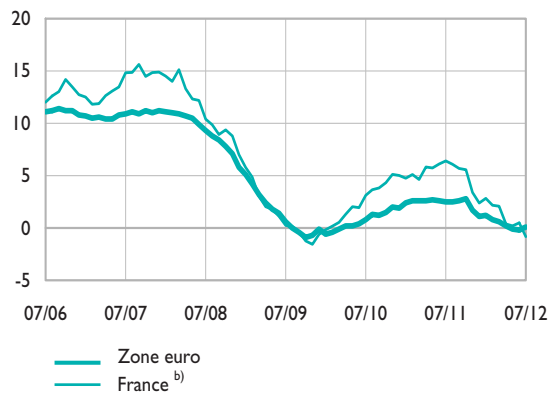
M3

(taux de croissance annuel en %)



Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en %)



a) Données corrigées des effets saisonniers et calendaires

b) Crédits consentis par les IFM résidant en France aux résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations publiques

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 18 septembre 2012

Figure 12
Bilan de la Banque de France

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

	2009	2010	2011	2011	2012			
	déc.	déc.	déc.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Actif								
Territoire national	180,1	103,4	295,8	118,2	323,5	334,6	335,6	334,5
Crédits	143,6	56,3	218,4	62,5	228,3	234,6	237,9	234,9
IFM ^{a)}	143,5	56,1	218,2	62,3	228,1	234,4	237,7	234,7
Administration centrale	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Secteur privé	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Titres autres que des actions ^{b)}	36,0	46,6	76,9	55,1	94,8	99,7	97,5	99,5
IFM	19,4	24,3	34,1	26,3	40,9	41,3	35,5	35,5
Administration centrale	16,6	22,3	42,9	28,9	53,9	58,4	62,0	64,0
Secteur privé	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Titres d'organismes de placement collectif monétaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actions et autres participations	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1
Autres États de la zone euro ^{a)}	77,5	102,5	106,8	97,1	101,5	94,9	94,2	99,0
Reste du monde ^{a)}	96,3	99,1	110,5	112,2	107,4	113,7	98,3	104,6
Avoirs en or	60,0	82,6	95,3	89,2	98,4	98,2	97,6	103,3
Non ventilés par zones géographiques ^{c)}	96,3	97,7	105,3	104,6	100,8	100,3	105,2	104,6
Total	510,2	485,3	713,6	521,4	731,6	741,7	730,9	746,0
Passif								
Dépôts – Territoire national	88,6	51,6	185,6	69,7	257,5	242,3	269,1	275,6
IFM	68,0	49,6	176,2	68,6	224,1	204,1	198,6	226,9
Administration centrale	19,0	1,5	8,9	0,5	33,0	37,6	69,8	48,3
Autres secteurs (à vue)	1,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7	0,5
Dépôts – Autres États de la zone euro	62,0	28,3	79,6	7,4	26,3	48,2	12,2	3,3
IFM	62,0	28,3	79,6	7,4	26,3	48,2	12,2	3,3
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – reste du monde	112,7	122,9	143,4	145,7	141,7	144,1	138,6	146,7
Non ventilés par zones géographiques	246,9	282,5	305,0	298,7	306,0	307,0	311,0	320,3
Billets et pièces en circulation ^{d)}	153,7	160,1	169,0	162,8	166,2	167,9	170,0	170,8
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital et réserves	70,6	97,6	112,4	103,8	117,4	117,5	118,4	124,3
Autres	22,6	24,8	23,6	32,1	22,4	21,6	22,7	25,3
Total	510,2	485,3	713,6	521,4	731,6	741,7	730,9	746,0

a) Ce montant intègre notamment les encours des opérations de marché.

b) La répartition par secteur émetteur (IFM, administration centrale) a été précisée.

c) Y compris l'ajustement lié au nouveau mode de comptabilisation des billets au passif du bilan de la banque de France depuis janvier 2002.

d) Depuis janvier 2002, les billets en circulation font l'objet d'un traitement statistique qui prend en compte les conventions comptables adoptées au niveau de la zone euro. Les billets en euros en circulation sont désormais émis légalement à hauteur de 8% par la Banque centrale européenne, le solde étant réparti entre les différents pays de la zone au prorata de la part détenue par chaque banque centrale nationale dans le capital de la BCE.

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

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

	2009	2010	2011	2011	2012			
	déc.	déc.	déc.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Actif								
Territoire national	4 527,2	4 565,2	4 983,9	4 711,2	5 064,8	5 058,6	5 074,6	5 116,9
Crédits	3 509,9	3 559,1	3 958,6	3 785,0	3 978,6	3 974,8	3 997,4	4 048,9
IFM	1 486,5	1 413,9	1 747,4	1 558,3	1 755,6	1 744,4	1 759,5	1 806,6
APU	196,1	214,8	195,1	188,1	197,1	196,7	196,9	199,1
Secteur privé	1 827,4	1 930,4	2 016,2	2 038,6	2 026,0	2 033,7	2 041,1	2 043,3
Titres autres que des actions	622,6	613,6	673,2	559,0	716,5	710,2	706,2	697,9
IFM ≤ 2 ans	229,8	208,5	223,1	169,5	252,2	236,7	227,1	241,6
IFM > 2 ans	113,4	134,8	131,9	127,9	110,7	114,6	116,4	113,6
APU	159,7	152,1	152,8	138,2	165,6	169,9	175,6	172,0
Secteur privé	119,8	118,3	165,3	123,4	188,1	189,0	187,0	170,8
Titres d'OPCVM monétaires	79,1	52,6	43,6	52,8	54,5	55,6	57,9	56,4
Actions et autres participations	315,5	339,9	308,5	314,4	315,2	318,1	313,1	313,6
Autres États de la zone euro	1 034,4	1 020,2	815,0	919,2	821,5	842,8	838,2	802,6
Reste du monde	848,2	962,9	975,6	972,4	969,7	1 008,1	952,4	978,1
Non ventilés par zones géographiques	1 247,1	1 278,7	1 624,2	1 377,4	1 650,7	1 894,6	1 771,5	1 858,1
Total	7 656,7	7 827,1	8 398,7	7 980,2	8 506,7	8 804,1	8 636,6	8 755,6
Passif								
Dépôts – Territoire national	3 099,0	3 035,3	3 606,8	3 274,3	3 580,2	3 591,4	3 624,7	3 638,2
IFM	1 571,3	1 423,1	1 808,6	1 565,8	1 755,9	1 771,5	1 793,4	1 809,2
Administration centrale	28,3	28,7	36,6	44,5	28,1	32,6	32,8	29,4
Autres secteurs	1 499,4	1 583,5	1 761,6	1 664,0	1 796,2	1 787,3	1 798,5	1 799,6
Dépôts à vue	463,1	502,1	527,4	513,6	519,2	517,9	525,4	534,6
Dépôts à terme ≤ 2 ans	131,3	133,4	156,0	137,4	157,0	159,2	157,0	163,2
Dépôts à terme > 2 ans	362,4	377,0	483,7	430,3	496,9	490,2	496,7	477,5
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	501,1	518,8	559,3	542,8	581,0	581,0	582,7	588,4
Pensions	41,5	52,3	35,3	40,0	42,2	39,0	36,7	36,0
Dépôts – Autres États de la zone euro	338,3	380,3	354,0	385,4	353,2	353,5	355,2	361,5
IFM	229,3	220,6	241,7	233,2	234,4	229,3	234,2	236,3
Autres secteurs	109,0	159,7	112,4	152,3	118,7	124,2	121,0	125,2
Dépôts – reste du monde	880,9	968,9	791,3	931,9	815,3	854,9	786,4	801,0
Non ventilés par zones géographiques	3 338,6	3 442,6	3 646,6	3 388,5	3 758,1	4 004,4	3 870,3	3 954,9
Titres de créance émis ≤ 2 ans	381,4	409,8	420,0	381,3	439,5	425,3	415,2	430,7
Titres de créance émis > 2 ans	715,2	754,9	821,9	817,8	847,9	847,1	845,3	844,3
Titres d'OPCVM monétaires	479,2	394,3	351,1	368,1	387,8	396,3	387,9	383,3
Capital et réserves	454,7	476,7	498,3	493,5	506,6	503,6	509,7	510,0
Autres	1 308,1	1 406,9	1 555,2	1 327,8	1 576,3	1 832,2	1 712,3	1 786,8
Total	7 656,7	7 827,1	8 398,7	7 980,2	8 506,7	8 804,1	8 636,6	8 755,6

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

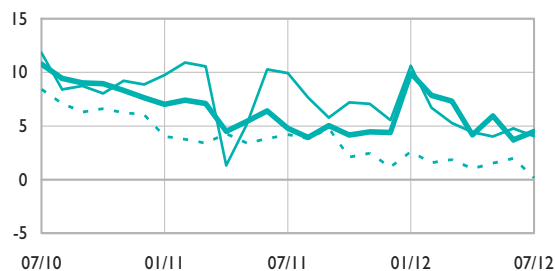
Figure 14
Dépôts – France

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

	2009	2010	2011	2011	2012			
	déc.	déc.	déc.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	481,1	516,3	541,2	521,9	517,8	515,7	532,1	538,0
Ménages et assimilés	262,4	278,4	284,4	291,7	286,2	279,2	289,1	292,6
Sociétés non financières	167,0	182,5	198,2	180,3	179,5	179,5	190,7	186,5
Administrations publiques (hors adm. centrales)	51,7	55,4	58,6	49,9	52,2	57,0	52,3	58,9
Autres agents	32,6	38,7	38,8	35,8	45,9	47,1	38,3	44,8
Total – Encours	513,7	555,1	580,0	557,7	563,7	562,9	570,4	582,7
Total – Taux de croissance	6,8	7,6	4,4	4,8	4,2	6,0	3,7	4,5
Comptes sur livret								
Livrets A et bleu	183,4	193,5	214,7	205,7	224,5	225,2	225,9	228,0
Comptes épargne-logement	36,6	36,1	36,1	36,2	36,5	36,5	36,4	36,6
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	69,1	68,0	69,4	68,8	71,6	71,4	71,3	71,7
Livrets d'épargne populaire	58,3	54,4	52,4	52,8	52,0	51,9	51,8	51,8
Livrets jeune	7,2	7,0	7,0	6,9	6,9	6,8	6,8	6,8
Livrets soumis à l'impôt	146,5	159,8	179,7	172,5	189,5	189,2	190,5	193,5
Total – Encours	501,1	518,8	559,3	542,8	581,0	581,0	582,7	588,4
Total – Taux de croissance	3,1	3,5	7,3	7,1	8,0	7,9	8,4	8,4

Dépôts à vue

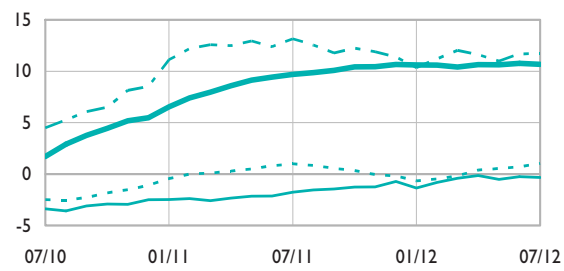
(en taux de croissance annuel)



— Total
— Sociétés non financières
..... Ménages

Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



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

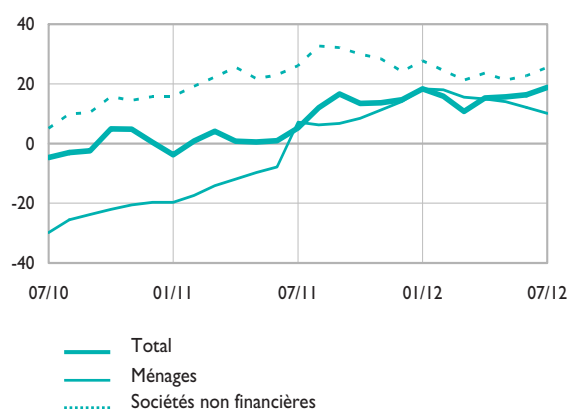
Figure 15
Dépôts à terme – France

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

	2009	2010	2011	2011	2012			
	déc.	déc.	déc.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	86,1	89,1	113,2	103,1	120,6	120,5	120,2	126,4
Ménages et assimilés	30,4	24,5	31,7	30,6	33,6	33,8	33,5	33,9
Sociétés non financières	55,1	63,9	80,6	71,6	85,9	85,7	85,7	91,5
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,6	0,7	1,0	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0
Autres agents	45,1	44,2	42,7	34,3	36,4	38,6	36,8	36,7
Total – Encours	131,3	133,4	156,0	137,4	157,0	159,2	157,0	163,2
Total – Taux de croissance	-27,4	0,5	14,7	5,2	15,3	15,7	16,3	18,8
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	264,3	282,6	306,7	295,1	319,8	319,9	321,1	322,0
Ménages et assimilés	241,4	248,0	259,0	251,9	266,4	266,7	266,5	266,8
PEL	173,8	182,3	186,6	182,7	186,6	186,5	185,9	185,8
PEP	29,0	26,6	24,4	24,8	24,1	24,0	23,9	23,8
Autres	38,6	39,1	48,0	44,4	55,7	56,2	56,7	57,2
Sociétés non financières	22,5	34,0	46,6	42,3	52,2	52,0	53,3	53,8
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,4	0,6	1,1	0,8	1,2	1,2	1,2	1,3
Autres agents	98,1	94,4	177,0	135,3	177,0	170,3	175,6	155,6
Total – Encours	362,4	377,0	483,7	430,3	496,9	490,2	496,7	477,5
Total – Taux de croissance	38,1	3,5	18,8	7,6	16,7	14,4	14,6	10,6

Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)

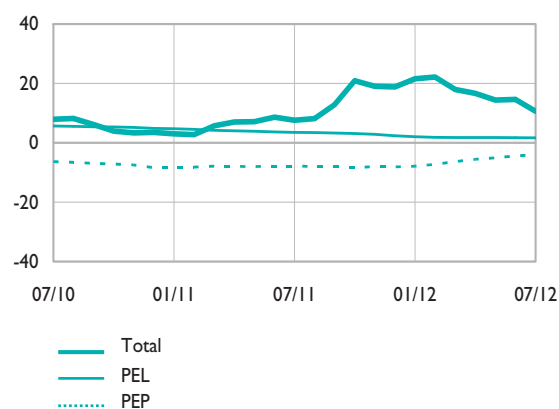
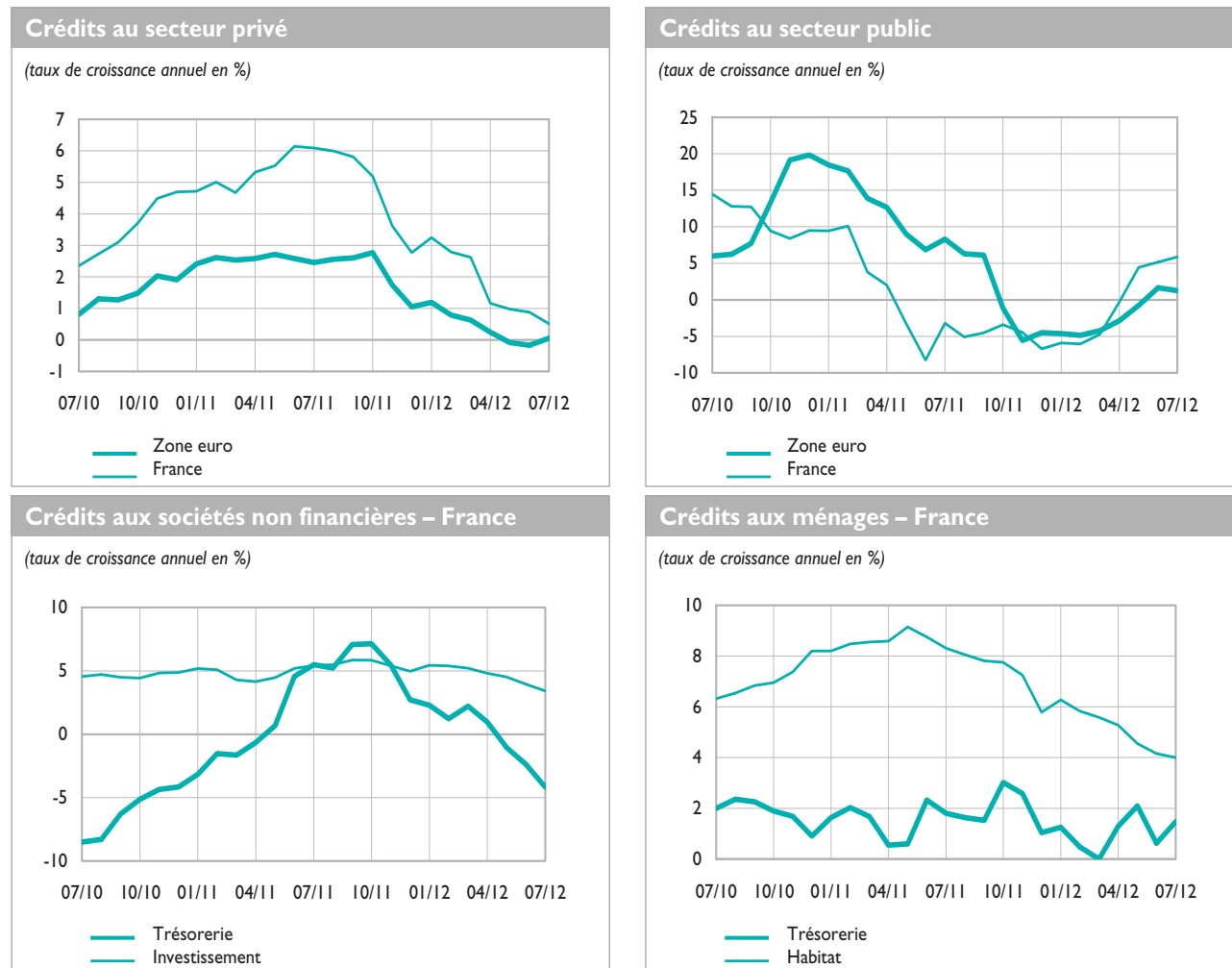


Figure 16
Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France

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

	2009	2010	2011	2011	2012				
	déc.	déc.	déc.	juil.	mars	avril	mai	juin	juil.
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 827,5	1 930,6	2 016,3	2 038,7	2 033,5	2 026,2	2 033,8	2 041,3	2 043,4
Administrations publiques	196,1	214,8	195,1	188,1	194,3	197,1	196,7	196,9	199,1
Total – Encours	2 023,6	2 145,4	2 211,4	2 226,9	2 227,7	2 223,2	2 230,6	2 238,2	2 242,5
Secteur privé	-0,6	4,7	2,8	6,1	2,6	1,2	1,0	0,9	0,5
Administrations publiques	12,8	9,5	-6,7	-3,2	-4,7	-0,3	4,4	5,2	5,8
Total – Taux de croissance	0,5	5,2	1,9	5,2	1,9	1,0	1,3	1,2	1,0
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	500,1	525,0	547,1	537,9	552,3	551,8	554,2	554,9	556,8
Trésorerie	185,7	179,7	187,5	197,3	185,9	184,6	181,4	184,2	181,3
Autres objets	83,5	76,1	81,2	79,0	79,9	80,3	78,2	81,7	80,2
Total – Encours	769,3	780,8	815,9	814,1	818,1	816,6	813,7	820,7	818,4
Total – Taux de croissance	-1,2	1,2	4,4	4,5	3,9	3,2	2,8	2,1	1,5
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	737,6	796,6	843,2	829,7	852,0	853,1	854,5	857,6	861,2
Trésorerie	152,9	154,7	149,3	151,2	147,5	148,2	149,8	149,3	149,5
Autres objets	84,2	87,1	90,5	90,5	89,8	90,0	90,1	89,6	89,9
Total – Encours	974,7	1 038,4	1 083,1	1 071,4	1 089,4	1 091,3	1 094,4	1 096,5	1 100,6
Total – Taux de croissance	4,0	6,6	4,9	7,1	4,5	4,4	4,0	3,4	3,5

Figure 17
Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France ^{a)} et zone euro



a) Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français

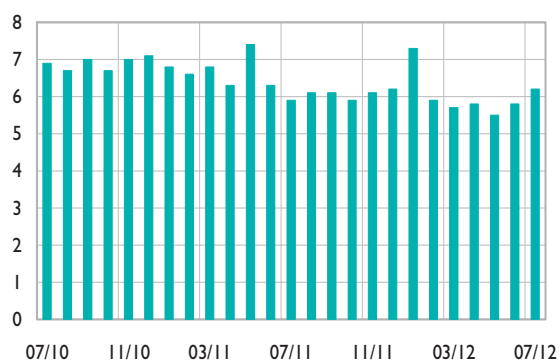
Figure 18
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente, hors découverts – France

(flux mensuel cvs en milliards d'euros)

	2011			2012		
	mai	juin	juil.	mai	juin	juil.
Crédits aux sociétés non financières						
Crédits ≤ 1 million d'euros ^{a)}	7,4	6,3	5,9	5,5	5,8	6,2
Crédits > 1 million d'euros ^{a)}	13,7	15,0	17,5	15,1	13,1	17,0
Crédits aux ménages						
Crédits de trésorerie aux entrepreneurs individuels et aux particuliers, hors crédits renouvelables à la consommation	4,2	3,7	3,9	4,2	4,1	4,3
Crédits à l'habitat	12,3	11,5	10,3	6,3	7,8	8,4

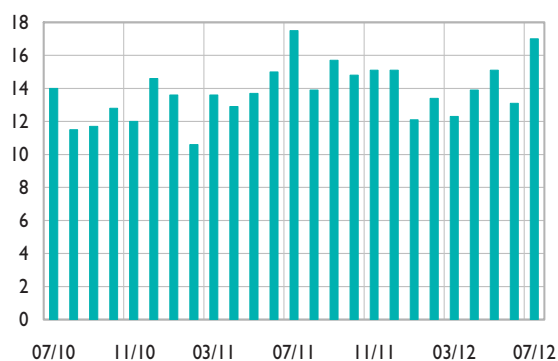
Sociétés non financières – Crédits ≤ 1 million d'euros

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



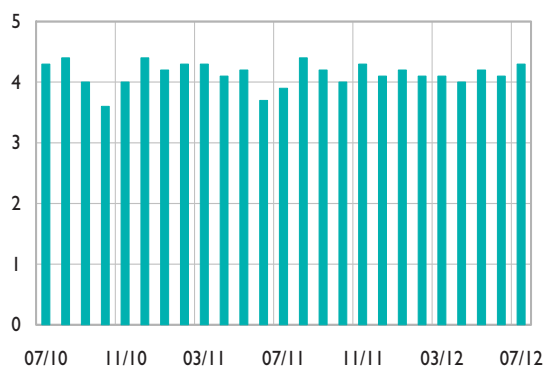
Sociétés non financières – Crédits > 1 million d'euros

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



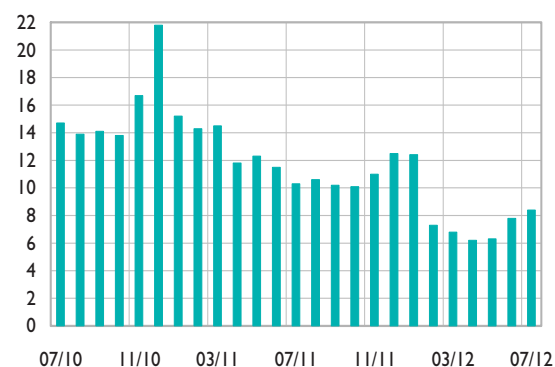
Ménages – Trésorerie

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



Ménages – Habitat

(flux mensuels cvs en milliards d'euros)



a) Toutes périodes de fixation initiale du taux

Figure 19
Placements et financements des sociétés d'assurance et fonds de pension – Zone euro et France

(en milliards d'euros)

Zone euro						
	Flux cumulés sur 4 trimestres				Encours	
	2011				2012	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	-3,6	-7,0	15,0	25,1	30,0	818,2
dont dépôts inclus dans M3 ^{a)}	-9,2	-15,0	4,9	14,3	29,0	206,7
Titres de créance à court terme	9,9	4,4	9,7	21,8	12,5	64,8
Titres de créance à long terme	173,2	156,9	96,1	27,5	5,6	2 743,9
Crédits	19,5	18,4	15,1	6,3	7,8	475,6
Actions et autres participations	52,2	82,8	105,6	91,7	119,4	2 549,2
dont actions cotées	15,1	15,0	9,9	5,5	3,3	532,2
Actifs nets résiduels	-7,2	-42,4	-40,2	-41,1	-63,7	228,9
Financements						
Titres de créance	0,4	2,6	3,3	3,1	3,0	34,0
Crédits	9,9	14,1	14,3	6,4	7,8	298,9
Actions et autres participations	4,1	1,9	3,0	3,1	2,7	411,6
Provisions techniques d'assurance	221,3	186,2	150,0	117,5	102,0	6 228,6
Assurance-vie	201,2	172,2	138,6	115,6	103,4	5 400,6
Assurance-dommages	20,1	14,0	11,4	1,8	-1,4	828,1
Solde des créances et dettes (B9B)	8,4	8,3	30,8	1,3	-3,9	

(en milliards d'euros)

France						
	Flux cumulés sur 4 trimestres				Encours	
	2011				2012	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	3,7	1,9	7,0	9,1	10,1	31,0
Titres de créance à court terme	4,2	2,1	6,3	18,4	9,2	30,4
Titres de créance à long terme	119,9	94,0	55,6	-14,1	-23,3	1 140,8
Crédits	0,9	1,0	1,1	1,0	0,9	34,6
Actions et autres participations	-28,1	-18,1	9,2	13,9	22,6	616,8
dont actions cotées	-2,8	-3,3	-1,5	-2,3	-9,9	63,7
Actifs nets résiduels	2,3	2,8	5,8	4,4	2,0	5,3
Financements						
Titres de créance	1,1	2,4	1,5	1,6	1,3	8,2
Crédits	10,7	9,9	11,2	1,3	-3,0	81,1
Actions et autres participations	1,0	0,6	0,4	0,0	0,8	100,3
Provisions techniques d'assurance	84,6	74,9	63,8	43,3	24,0	1 700,1
Assurance-vie et fonds de pension	74,8	64,2	53,3	34,3	19,9	1 446,5
Assurance-dommages	9,8	10,7	10,5	9,0	4,1	253,6
Solde des créances et dettes (B9B)	12,1	3,5	15,2	-7,5	1,5	

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

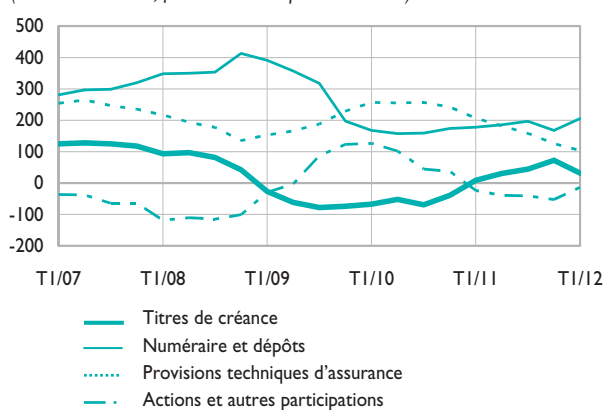
Figure 20
Placements et financements des ménages – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Encours	
	2011				2012	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	178,2	185,8	196,7	167,7	205,3	6 846,1
dont dépôts inclus dans M3 ^{a)}	111,0	107,2	113,8	83,1	123,8	5 154,7
Titres de créance à court terme	4,5	13,9	5,1	29,3	11,0	60,7
Titres de créance à long terme	4,3	16,8	39,3	43,3	20,7	1 355,5
Actions et autres participations	-24,0	-39,2	-40,8	-52,4	-13,6	4 177,6
Actions cotées	6,8	-2,8	8,5	12,7	1,7	711,6
Actions non cotées et autres participations	35,9	24,9	21,6	15,0	49,6	2 157,1
Titres d'OPCVM	-66,7	-61,2	-71,0	-80,1	-65,0	1 308,9
dont titres d'OPCVM monétaires	-41,3	-34,7	-24,0	-21,8	-22,0	153,5
Provisions techniques d'assurance	206,8	181,7	157,8	125,5	104,1	6 004,1
Actifs nets résiduels	52,3	34,1	24,3	33,6	11,5	148,1
Financements						
Crédits	124,7	140,1	125,6	92,9	75,9	6 194,2
dont crédits des IFM de la zone euro	169,6	167,7	148,0	81,1	33,6	5 269,3
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	119,7	232,5	-330,4	-372,8	-330,8	
Provisions techniques d'assurance	49,1	67,4	-24,1	16,8	96,5	
Autres flux	-99,4	14,0	-10,1	28,2	57,5	
Variation de la valeur financière nette	366,8	566,7	-107,7	-73,6	86,4	

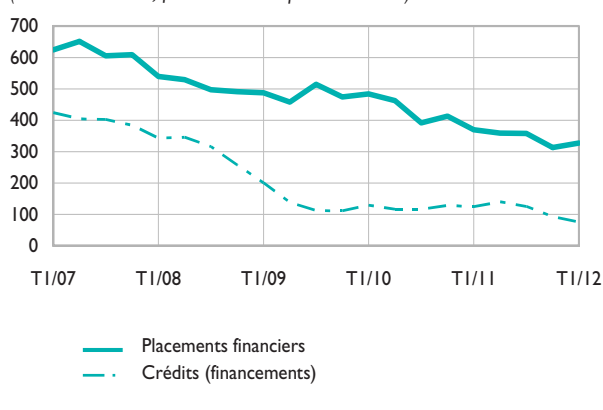
Flux de placements financiers

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



Flux de placements financiers et de financements

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



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

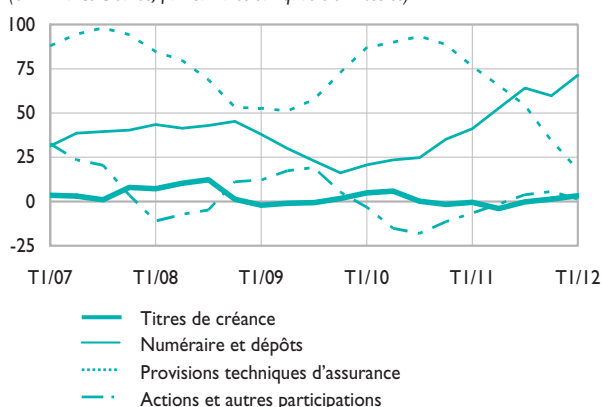
Figure 21
Placements et financements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Encours	
	2011				2012	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	41,2	52,8	64,1	59,8	71,4	1 231,7
Titres de créance à court terme	-0,4	-3,1	-1,6	0,2	-0,5	1,5
Titres de créance à long terme	-0,1	-1,0	1,4	1,1	3,7	63,1
Actions et autres participations	-6,6	-1,6	3,8	5,6	1,3	961,3
Actions cotées	7,0	1,5	5,9	5,7	-1,4	146,0
Actions non cotées et autres participations	10,9	16,2	14,3	10,9	15,4	526,3
Titres d'OPCVM	-24,4	-19,3	-16,3	-11,0	-12,7	289,0
dont titres d'OPCVM monétaires	-17,8	-14,3	-9,9	-7,3	-6,2	32,8
Provisions techniques d'assurance	76,3	65,5	54,4	34,4	18,0	1 533,3
Actifs nets résiduels	42,8	16,1	5,5	17,6	-2,6	102,2
Financements						
Crédits	63,1	73,2	72,9	58,9	55,8	1 139,5
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	45,3	101,5	-64,3	-71,9	-45,5	
Provisions techniques d'assurance	8,8	20,9	-13,6	-12,4	-3,2	
Autres flux	-0,3	-0,3	-5,6	3,1	5,1	
Variation de la valeur financière nette	144,1	177,6	-28,8	-21,3	-8,1	

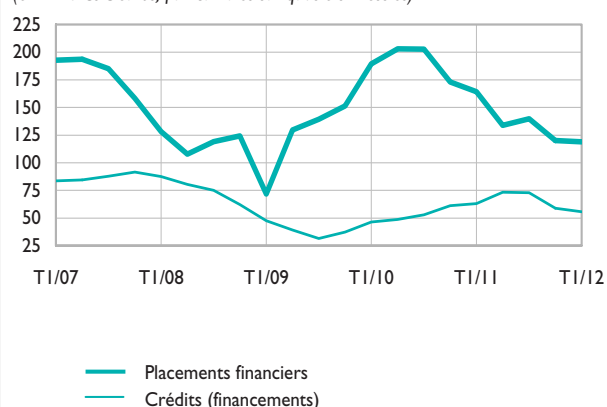
Flux de placements financiers

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



Flux de placements financiers et de financements

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



Source : Banque de France

Réalisé le 18 septembre 2012

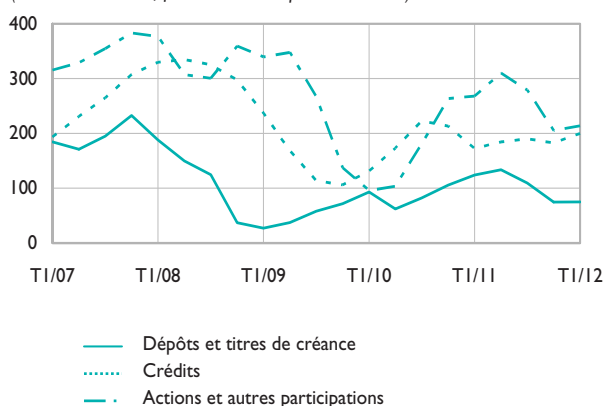
Figure 22
Placements et financements des sociétés non financières – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Encours	
	2011				2012	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	108,8	107,2	99,2	65,9	60,3	1 994,5
<i>dont dépôts inclus dans M3 ^{a)}</i>	62,3	65,4	41,3	-5,8	3,8	1 564,3
Titres de créance	15,2	26,4	10,3	8,7	14,6	403,0
Crédits	172,6	184,6	190,2	182,7	199,6	3 219,7
Actions et autres participations	268,2	310,2	279,3	205,2	213,8	7 640,7
Provisions techniques d'assurance	-3,2	-1,9	-1,2	0,7	0,9	168,9
Actifs nets résiduels	-9,2	3,3	-18,6	-32,7	-44,2	23,2
Financements						
Endettement	261,3	315,5	297,2	256,3	251,8	9 879,8
Crédits	214,2	270,0	247,4	211,8	184,9	8 568,4
<i>dont crédits des IFM de la zone euro</i>	42,1	72,9	80,2	56,5	12,1	4 697,8
Titres de créance	46,1	44,5	48,8	43,6	66,0	974,6
Réserves de fonds de pension	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9	336,7
Actions et autres participations	248,2	259,7	260,1	208,3	228,4	12 628,1
<i>Actions cotées</i>	29,4	27,9	28,7	27,4	20,2	3 570,5
<i>Actions non cotées et autres participations</i>	218,8	231,8	231,4	180,9	208,2	9 057,6
Solde des créances et dettes (B9B)	42,9	54,6	1,8	-34,2	-35,3	

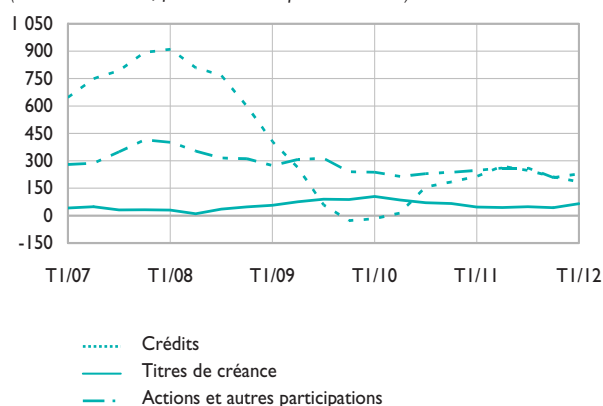
Flux de placements financiers

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



Flux de financements

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



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

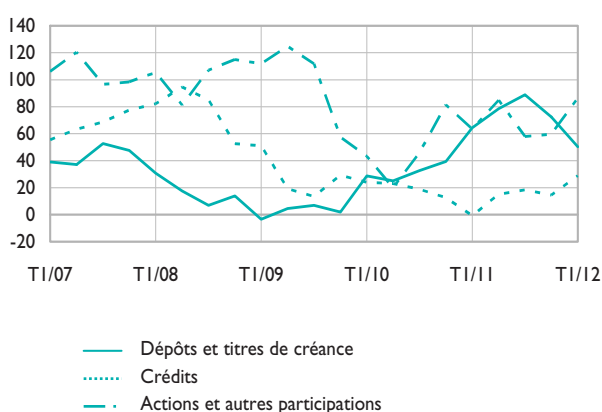
Figure 23
Placements et financements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Encours	
	2011				2012	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	mars
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	65,8	75,6	84,2	64,8	43,6	419,8
Titres de créance	-1,4	2,8	4,6	7,5	6,7	74,4
Crédits	-0,9	15,1	18,4	14,4	28,8	358,1
Actions et autres participations	63,4	84,8	57,9	59,6	86,4	2 633,8
Provisions techniques d'assurance	-0,2	0,1	0,3	0,5	0,4	53,5
Actifs nets résiduels	-11,9	-1,3	-39,0	-28,9	-11,8	-17,8
Financements						
Endettement	29,3	56,2	72,6	76,6	100,4	1 691,4
Crédits	8,7	35,2	51,7	47,7	60,1	1 238,0
Titres de créance	20,7	21,0	20,9	28,9	40,3	453,4
Actions et autres participations	94,8	112,3	89,6	86,4	103,0	4 030,3
Actions cotées	6,6	9,0	10,4	10,3	10,6	1 075,5
Actions non cotées et autres participations	88,1	103,3	79,3	76,1	92,4	2 954,8
Solde des créances et dettes (B9B)	-9,2	8,7	-35,8	-45,0	-49,2	

Flux de placements financiers

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



Flux de financements

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

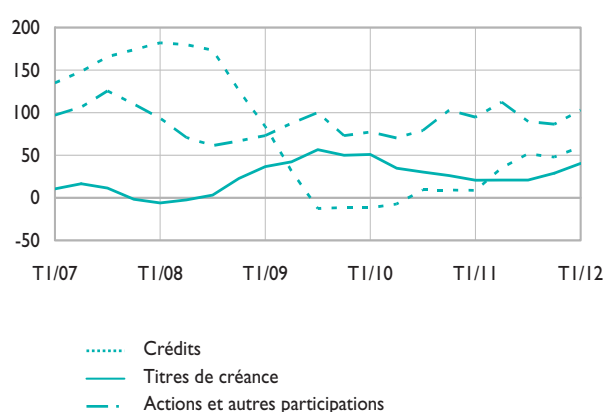


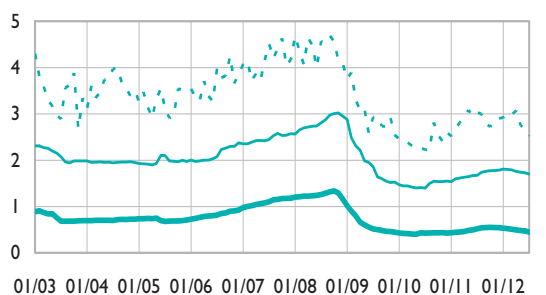
Figure 24
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2010	2011	2011	2012				
	déc.	déc.	juil.	mars	avril	mai	juin	juil.
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,43	0,54	0,52	0,51	0,49	0,48	0,47	0,45
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,55	1,79	1,67	1,79	1,76	1,74	1,73	1,70
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	2,60	2,90	3,03	2,98	3,07	2,75	2,69	2,53
France								
Livret A (fin de période)	1,75	2,25	2,00	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Livrets à taux réglementés	1,78	2,25	2,00	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Livrets à taux de marché	1,66	2,07	1,81	2,07	2,07	1,98	2,03	1,98
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,18	2,28	2,41	2,25	2,28	2,23	2,19	2,13
Dépôts à terme > 2 ans	3,09	3,12	3,14	3,13	3,15	3,10	3,15	3,08

Zone euro

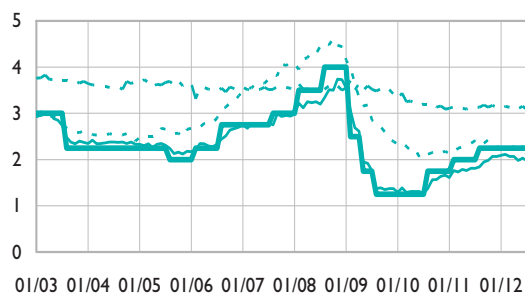
(taux mensuels moyens en %)



— Dépôts à vue des ménages
 Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois
 - - - Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans

France

(taux mensuels moyens en %)

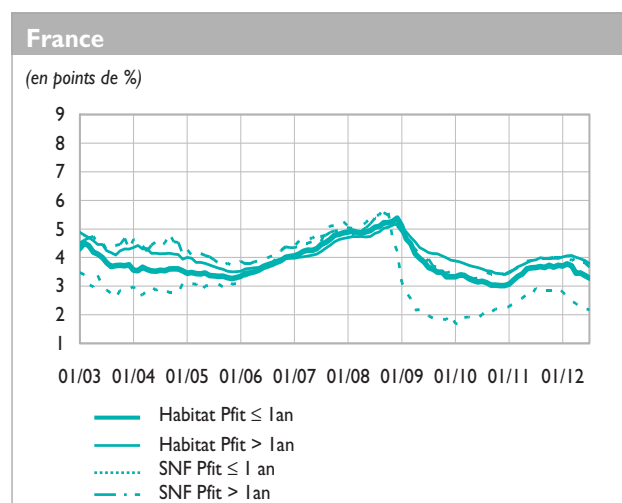
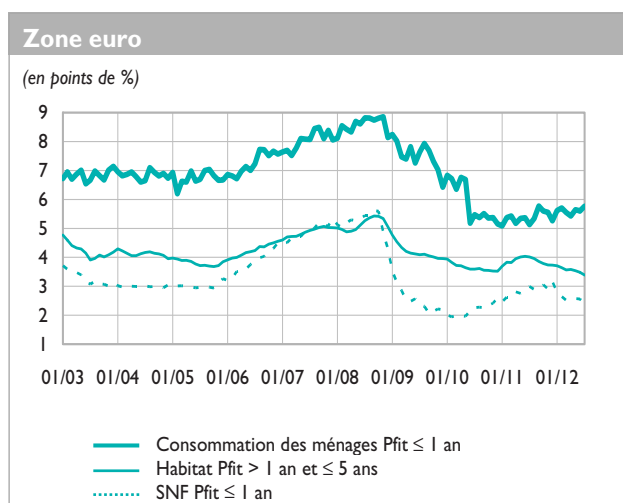


— Livret A
 Livrets à taux du marché
 - - - Dépôts à terme ≤ 2 ans
 - - - - Dépôts à terme > 2 ans

Figure 25
Coût du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2011					2012						
	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an ^{a)}	5,34	5,77	5,60	5,56	5,27	5,62	5,70	5,55	5,43	5,65	5,61	5,77
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans ^{a)}	3,96	3,86	3,79	3,74	3,74	3,71	3,64	3,57	3,58	3,54	3,48	3,39
SNF > EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an ^{a)}	2,90	2,91	3,05	2,91	3,16	2,80	2,65	2,52	2,54	2,58	2,56	2,40
France												
Consommation des ménages	6,27	6,16	6,22	6,29	6,35	6,59	6,66	6,63	6,53	6,52	6,43	6,34
Habitat												
Pfit ≤ 1 an ^{a)}	3,69	3,65	3,73	3,66	3,73	3,70	3,78	3,71	3,45	3,46	3,37	3,28
Pfit > 1 an ^{a)}	3,99	3,97	3,96	3,98	3,97	4,02	4,06	4,07	4,01	3,96	3,89	3,80
SNF												
Pfit ≤ 1 an ^{a)}	2,83	2,84	2,84	2,84	2,93	2,79	2,62	2,48	2,39	2,23	2,22	2,17
Pfit > 1 an ^{a)}	3,97	3,97	3,98	4,01	4,01	4,01	4,03	3,90	3,98	3,81	3,81	3,67



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

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

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

Figure 26
Coût du crédit – France

(en %)

Seuils de l'usure applicables à partir du 1 ^{er} jour de la période indiquée	2011	2012		
	oct.	janv.	avril	juil.
Prêts aux particuliers (articles L312-1 à L312-26 du code de la consommation)				
Prêts immobiliers				
Prêts à taux fixe	6,23	6,24	6,32	6,36
Prêts à taux variable	5,61	5,83	5,88	5,81
Prêts relais	6,28	6,43	6,48	6,32
Crédits de trésorerie				
Prêts ≤ 1 524 €	21,03	20,65	20,56	20,25
Découverts, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > 1 524 € et < 3 000 € et prêts viagers hypothécaires	19,27	19,15	19,15	19,24
Prêts personnels et autres prêts d'un montant > 1 524 € et < 3 000 €	12,76	13,98	15,27	16,40
Découverts, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > 3 000 € et < 6 000 € et prêts viagers hypothécaires	18,16	17,69	17,15	16,88
Prêts personnels et autres prêts d'un montant > 3 000 € et < 6 000 €	11,65	12,51	13,27	14,04
Découverts, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > 6 000 € et prêts viagers hypothécaires	16,62	15,78	14,81	14,07
Prêts personnels et autres prêts d'un montant > 6 000 €	10,10	10,60	10,93	11,23

	2011			2012	
	T2	T3	T4	T1	T2
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	3,07	3,38	3,53	3,30	3,22
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,15	3,53	3,65	3,61	3,27
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	2,99	3,21	3,39	3,33	3,09
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,03	3,27	3,20	3,17	2,74
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	2,48	2,69	2,57	2,27	1,74
> 1 524 490 €	2,24	2,35	2,28	1,87	1,40
Découvert					
≤ 15 245 €	10,56	10,63	10,21	9,96	9,85
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	7,82	7,84	7,60	7,21	6,62
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,28	5,60	5,59	5,57	5,21
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,37	3,84	3,93	3,69	3,33
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	2,29	2,66	2,79	2,53	2,18
> 1 524 490 €	1,89	2,27	2,14	1,98	1,70
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	3,95	4,14	4,24	4,18	3,90
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,72	3,98	4,14	3,91	3,49
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	3,49	3,77	3,67	3,48	3,18
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	2,91	3,27	3,17	3,01	2,69
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	2,32	2,57	2,69	2,52	2,04
> 1 524 490 €	2,05	2,30	2,41	2,38	1,98
Crédits à moyen et long termes					
≤ 15 245 €	3,70	4,11	4,06	4,21	4,13
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,57	3,91	3,85	3,98	3,80
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	3,50	3,86	3,86	3,97	3,77
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,65	3,92	3,90	4,00	3,83
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,53	3,77	3,80	3,95	3,61
> 1 524 490 €	3,10	3,47	3,47	3,23	2,84

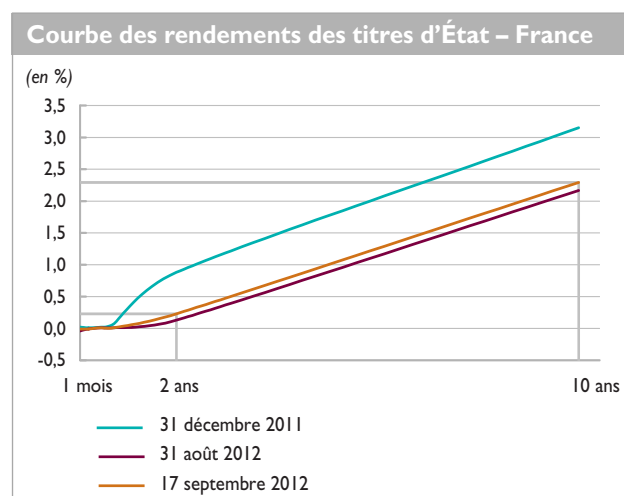
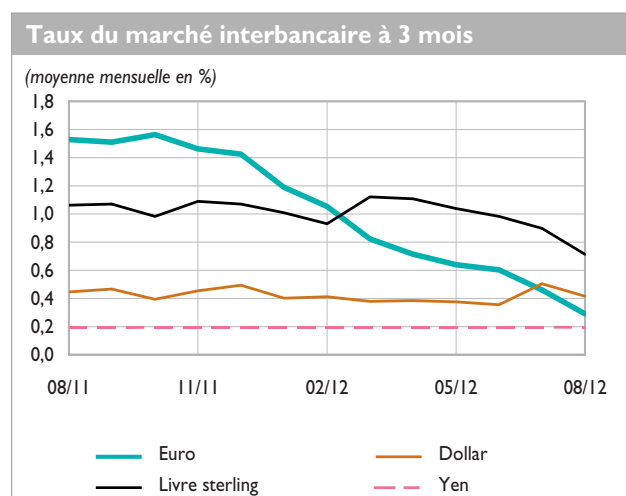
Source : Banque de France

Réalisé le 18 septembre 2012

Figure 27
Taux d'intérêt

(en %)

	Moyenne mensuelle ^{a)}										Taux directeurs au 18/09/12
	2011		2012								
	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											0,75
Au jour le jour	0,72	0,58	0,38	0,38	0,28	0,27	0,28	0,27	0,14	0,07	
À 3 mois	1,46	1,42	1,19	1,05	0,82	0,71	0,64	0,60	0,46	0,29	
À 1 an	1,99	2,01	1,79	1,60	1,35	1,24	1,17	1,14	1,00	0,79	
Livre sterling											0,50
Au jour le jour	0,62	0,61	0,63	0,62	0,58	0,58	0,54	0,56	0,55	0,49	
À 3 mois	1,09	1,07	1,01	0,93	1,12	1,11	1,04	0,98	0,90	0,71	
À 1 an	1,80	1,74	1,75	1,66	1,84	1,69	1,69	1,54	1,51	1,21	
Dollar											0,25
Au jour le jour	0,22	0,16	0,15	0,14	0,17	0,12	0,15	0,14	0,10	0,11	
À 3 mois	0,45	0,49	0,40	0,41	0,38	0,39	0,38	0,36	0,50	0,42	
À 1 an	1,11	1,16	1,15	1,15	1,13	1,04	1,14	1,09	1,11	1,14	
Yen											0,10
Au jour le jour	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,10	0,10	
À 3 mois	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,19	
À 1 an	0,82	0,86	0,63	0,57	0,55	0,56	0,52	0,53	0,52	0,65	
Taux des emprunts phares à 10 ans ^{b)}											
France	3,41	3,16	3,18	3,02	2,95	2,99	2,75	2,57	2,28	2,12	
Allemagne	1,94	2,01	1,86	1,90	1,88	1,72	1,46	1,43	1,31	1,42	
Zone euro	4,41	4,11	3,92	3,75	3,29	3,39	3,53	3,41	3,25	3,01	
Royaume-Uni	2,23	2,13	2,04	2,13	2,25	2,12	1,87	1,67	1,55	1,57	
États-Unis	2,02	1,99	1,95	1,97	2,16	2,03	1,79	1,61	1,51	1,67	
Japon	0,99	1,01	0,98	0,97	1,01	0,95	0,86	0,84	0,78	0,81	



a) Court terme : moyenne des taux interbancaires du milieu de fourchette entre les taux offerts et demandés, extraits des cotations affichées par Reuters, à 16h30 pour l'euro, et à 11h30 pour les autres devises

b) Taux affichés par Reuters à 16h30

Figure 28
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 11 juillet au 7 août 2012)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	1 507,8	554,6	953,2
Opération principale de refinancement	146,0		146,0
Opération de refinancement à plus long terme	1 079,9		1 079,9
Facilités permanentes	0,8	343,1	-342,2
Autres opérations	281,0	211,5	69,5
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	585,4	1 028,4	-443,0
Billets en circulation		897,7	-897,7
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		130,7	-130,7
Réserves nettes de change (y compris l'or)	678,9		678,9
Autres facteurs (net)	-93,5		-93,5
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			510,2
dont réserves obligatoires			107,0

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 11 juillet au 7 août 2012)

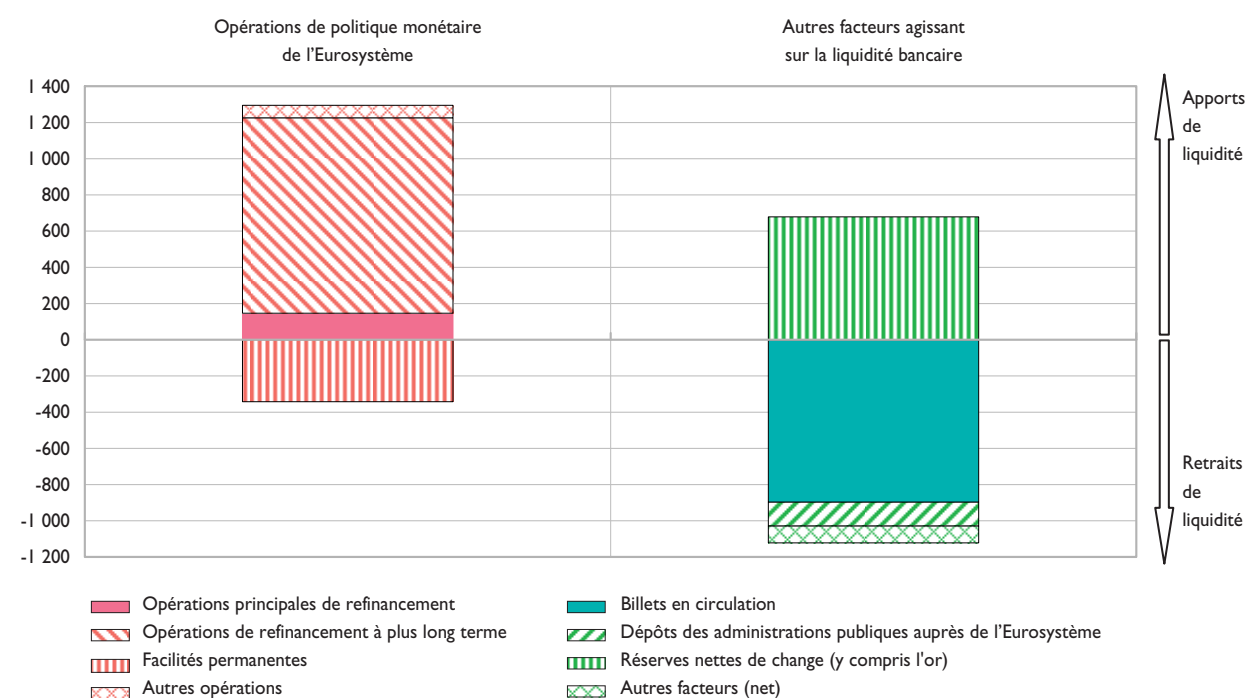


Figure 29
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

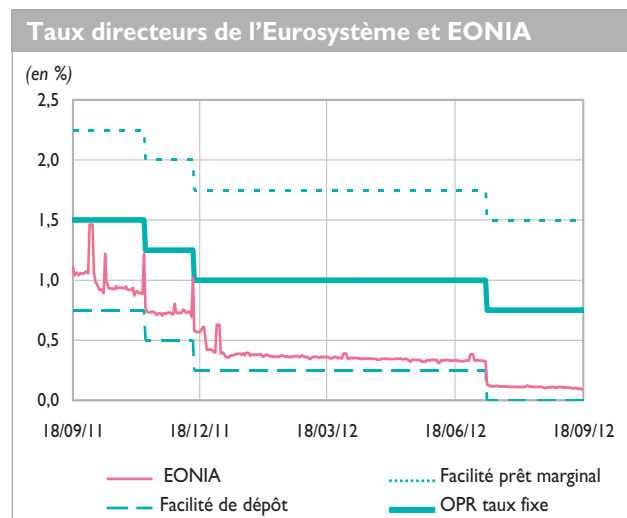
Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux fixe	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
03/11/11	09/11/11	1,25	03/11/11	09/11/11	0,50	2,00
08/12/11	14/12/11	1,00	08/12/11	14/12/11	0,25	1,75
05/07/12	11/07/12	0,75	05/07/12	11/07/12	0,00	1,50

(en %)

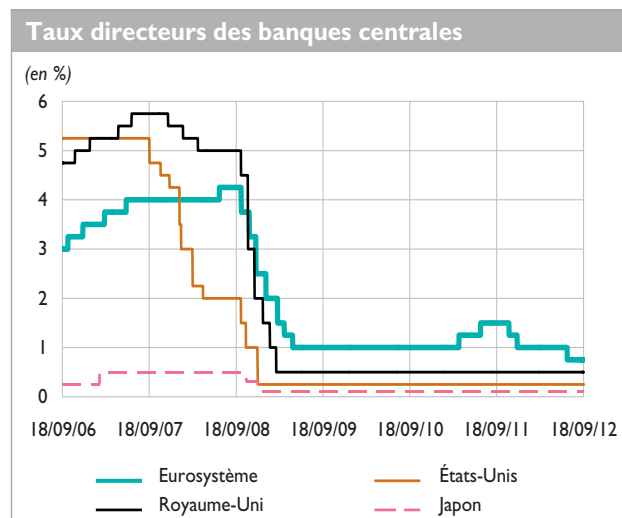
Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2012	8 août ^{a)}	0,75	0,75	2012	28 juin	1,00
	15 août	0,75	0,75		11 juillet	0,75
	22 août	0,75	0,75		26 juillet	0,75
	29 août	0,75	0,75		8 août	0,75
	5 septembre	0,75	0,75		30 août	0,75
	12 septembre	0,75	0,75		12 septembre	0,75

(en milliards d'euros, taux en %)

Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)								
Période de réserve prenant fin le		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
		zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France	
2012	10 avril	105,37	19,90	109,65	22,19	4,28	2,29	1,00
	8 mai	105,22	19,83	110,49	22,34	5,27	2,51	1,00
	12 juin	106,58	19,78	110,79	21,96	4,21	2,18	1,00
	10 juillet	106,91	20,03	111,53	21,71	4,62	1,68	1,00
	7 août	106,99	20,04	510,23	80,63	403,24	60,60	0,75
	11 septembre	107,12	19,88	546,15	90,64	439,02	70,77	0,75



a) Appel d'offres à taux fixe



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 18 septembre 2012

Figure 30
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt			
	En milliards d'euros ^{a)}		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
16/06/12 au 22/06/12	87,55	397,67	173
23/06/12 au 29/06/12	104,85	394,32	173
30/06/12 au 06/07/12	83,94	385,17	172
07/07/12 au 13/07/12	88,66	387,85	171
14/07/12 au 20/07/12	103,65	395,40	172
21/07/12 au 27/07/12	89,00	400,49	172
28/07/12 au 03/08/12	93,71	405,09	171
04/08/12 au 10/08/12	104,56	414,76	171
11/08/12 au 17/08/12	76,11	415,02	171
18/08/12 au 24/08/12	91,64	418,21	169
25/08/12 au 31/08/12	78,46	415,52	171
01/09/12 au 07/09/12	91,29	412,51	170
08/09/12 au 14/09/12	83,88	400,49	169

Billets de trésorerie			
	En milliards d'euros ^{a)}		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
16/06/12 au 22/06/12	6,56	68,01	88
23/06/12 au 29/06/12	7,70	64,78	86
30/06/12 au 06/07/12	7,19	65,18	89
07/07/12 au 13/07/12	8,94	66,83	89
14/07/12 au 20/07/12	9,24	67,60	84
21/07/12 au 27/07/12	8,08	68,09	87
28/07/12 au 03/08/12	5,91	68,76	88
04/08/12 au 10/08/12	6,42	67,70	86
11/08/12 au 17/08/12	4,96	67,30	85
18/08/12 au 24/08/12	5,38	67,75	85
25/08/12 au 31/08/12	5,33	67,97	85
01/09/12 au 07/09/12	10,27	67,39	84
08/09/12 au 14/09/12	5,43	66,01	84

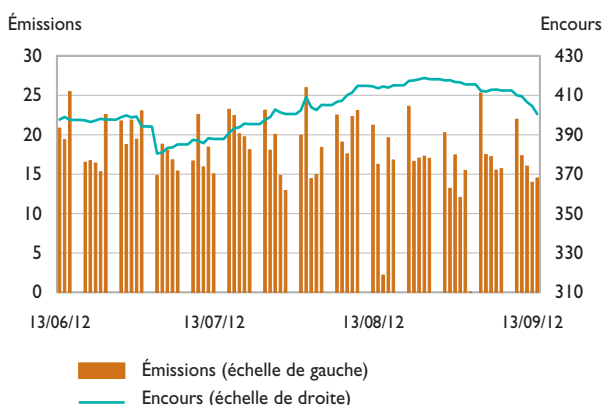
Bons à moyen terme négociables			
	En milliards d'euros ^{a)}		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
16/06/12 au 22/06/12	0,32	76,63	120
23/06/12 au 29/06/12	0,33	76,67	119
30/06/12 au 06/07/12	0,21	76,57	119
07/07/12 au 13/07/12	0,26	76,48	117
14/07/12 au 20/07/12	0,14	76,48	116
21/07/12 au 27/07/12	0,60	75,96	117
28/07/12 au 03/08/12	0,07	74,99	117
04/08/12 au 10/08/12	0,63	75,47	117
11/08/12 au 17/08/12	0,31	75,25	117
18/08/12 au 24/08/12	2,51	72,69	117
25/08/12 au 31/08/12	0,06	72,72	117
01/09/12 au 07/09/12	0,34	72,86	118
08/09/12 au 14/09/12	0,39	73,06	118

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

Source : Banque de France

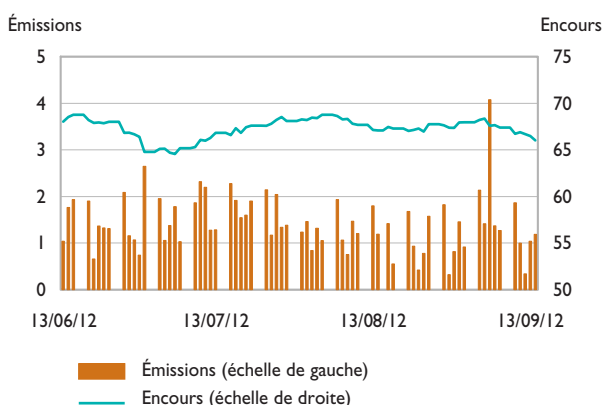
Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)



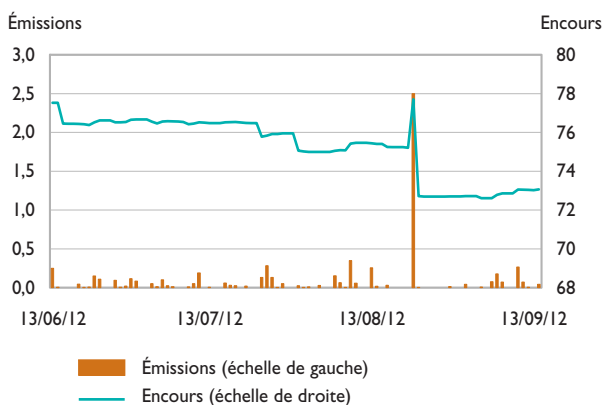
Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)



Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)



Réalisé le 18 septembre 2012

Figure 3 I
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



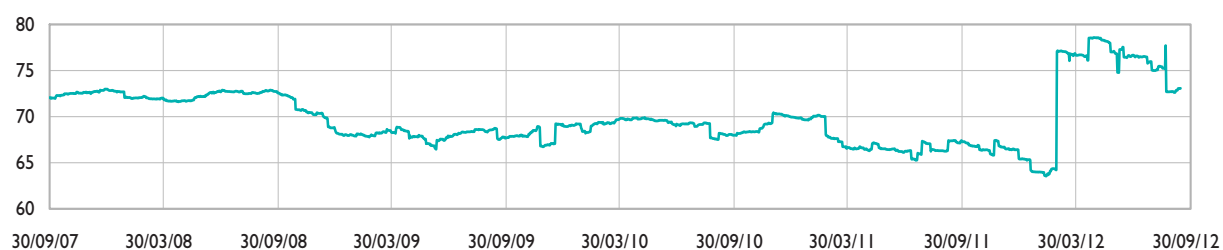
Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



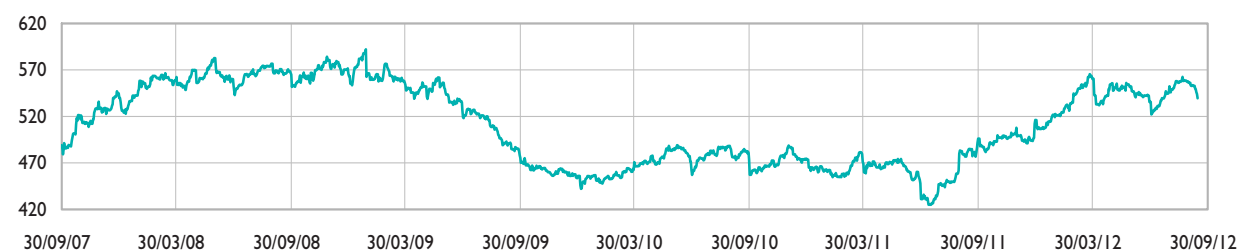
Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 18 septembre 2012

Figure 32
Titres d'OPCVM – France

(en milliards d'euros)

	2011		2012	2012
	sept.	déc.	mars	juil.
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	364,35	351,05	379,52	383,28
OPCVM obligations	189,37	190,90	205,53	
OPCVM actions	218,89	225,12	241,92	
OPCVM diversifiés	240,90	239,26	246,49	
OPCVM de fonds alternatifs	14,70	16,66	15,44	
OPCVM garantis	0,00	0,00	0,00	
Fonds à formule	55,69	53,99	52,68	

Actif net des OPCVM monétaires

(en milliards d'euros)

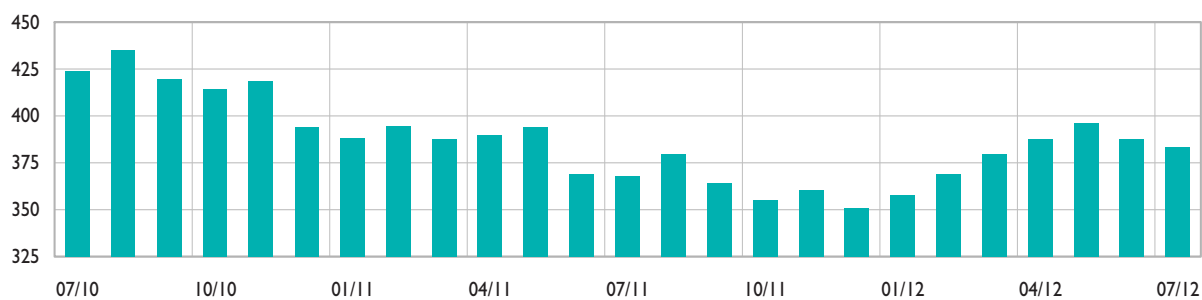


Figure 33
Émissions de titres de dette et d'actions cotées par les résidents français

(en milliards d'euros)

en milliards d'euros)

	Encours ^{a)}		Émissions nettes ^{b)}			
	2011	2012	Cumul 12 mois	2012		
	juil. ^{c)}	juil. ^{c)}		mai ^{c)}	juin ^{c)}	juil. ^{c)}
Titres de dette des résidents français						
Total	3 170,4	3 376,3	205,9	-8,3	13,5	19,8
Sociétés non financières	416,1	467,8	51,6	1,3	6,3	1,5
court terme (≤ 1 an)	35,9	46,4	10,5	1,1	0,9	-1,1
long terme (> 1 an)	380,2	421,3	41,1	0,2	5,4	2,5
Administrations publiques	1 445,5	1 564,3	118,8	6,5	11,7	11,7
court terme (≤ 1 an)	233,7	227,3	-6,5	-1,1	1,6	1,6
long terme (> 1 an)	1 211,7	1 337,0	125,3	7,5	10,0	10,2
Institutions financières monétaires ^{d)}	1 128,9	1 194,1	65,2	-11,6	-3,0	10,7
court terme (≤ 1 an)	275,2	353,7	78,5	-8,5	-0,3	12,1
long terme (> 1 an) ^{d)}	853,8	840,4	-13,4	-3,0	-2,7	-1,4
Institutions financières non monétaires ^{e)}	179,9	150,2	-29,7	-4,5	-1,4	-4,0

(en milliards d'euros)

	Encours ^{f)}		Émissions nettes ^{b)}			Émissions brutes ^{g)}	Rachats ^{g)}
	2011	2012	Cumul 12 mois	2012		Cumul 12 mois	Cumul 12 mois
	juil.	juil.		juin	juil.		
Actions françaises cotées							
Total	1 316,1	1 155,2	7,2	0,0	-0,3	11,5	4,3
Sociétés non financières	1 144,1	1 043,0	5,2	-0,2	-0,3	9,4	4,3
Institutions financières monétaires	123,6	73,7	1,2	0,2	-0,4	1,2	0,0
Institutions financières non monétaires	48,4	38,5	0,8	0,1	0,4	0,8	0,0

a) L'encours des titres de dette est exprimé en valeur nominale.

b) Les chiffres mensuels sont corrigés des variations saisonnières. Le cumul sur 12 mois est donné en brut.

c) Données éventuellement révisées

d) Hors impact des opérations internes aux groupes bancaires

e) Y compris parts émises par les FCC

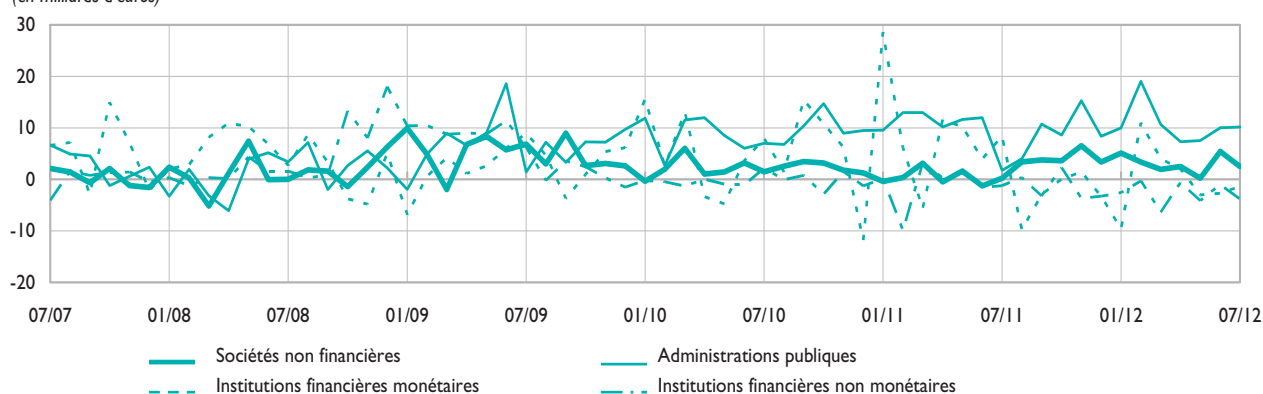
f) L'encours des actions cotées est valorisé au prix de marché.

g) Données non cvs

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

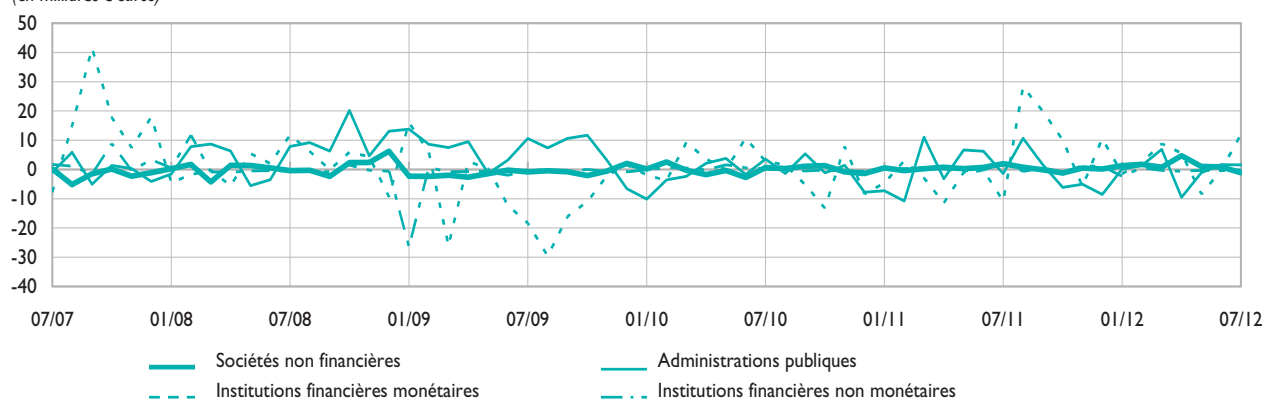
Émissions nettes de titres de dette à long terme des résidents français, désaisonnalisées

(en milliards d'euros)



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

(en milliards d'euros)



Émissions nettes d'actions cotées des résidents français, désaisonnalisées

(en milliards d'euros)

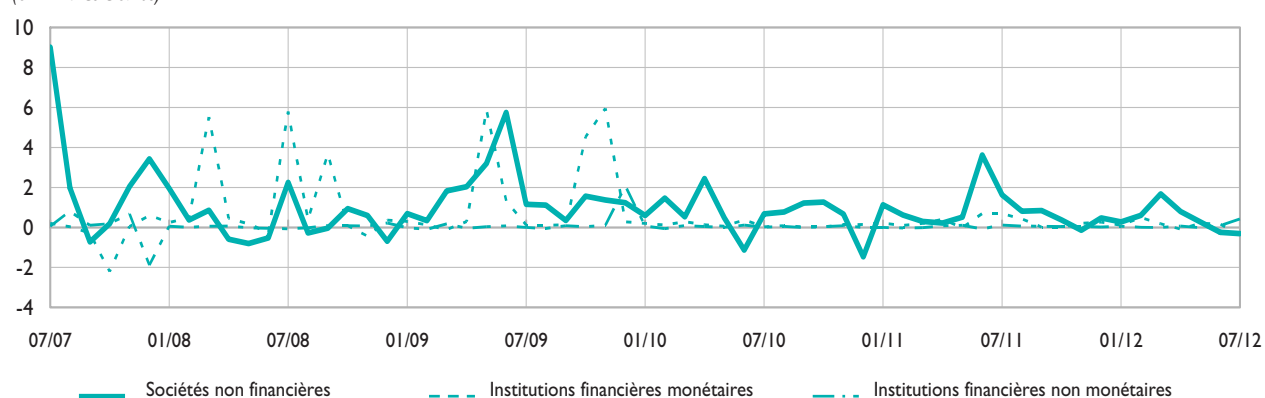


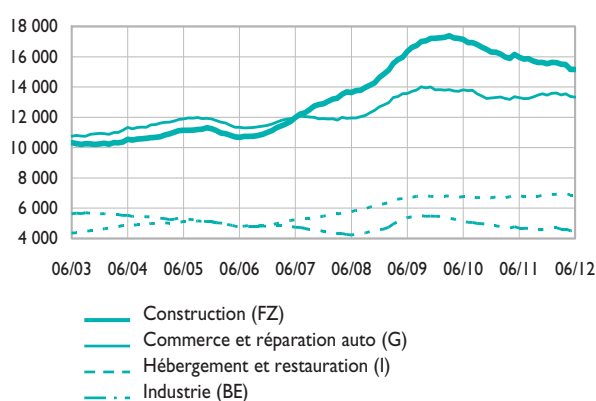
Figure 35
État des défaillances d'entreprises par secteur – France

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

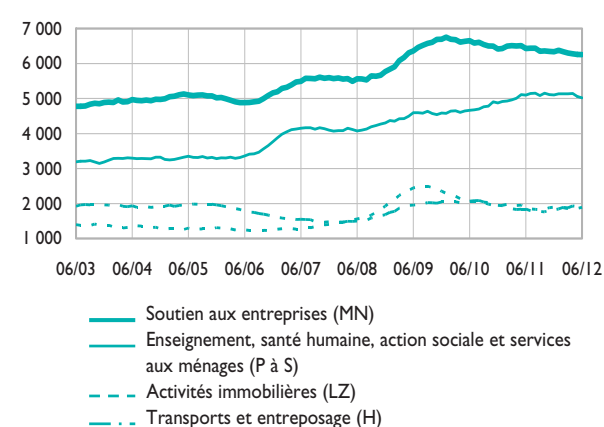
	2011							2012					
	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin
Agriculture, sylviculture, pêche (AZ)	1 229	1 240	1 234	1 235	1 259	1 252	1 246	1 265	1 275	1 253	1 260	1 253	1 231
Industrie (BE)	4 678	4 674	4 671	4 633	4 595	4 597	4 632	4 698	4 703	4 610	4 610	4 502	4 554
Construction (FZ)	15 969	15 843	15 874	15 718	15 627	15 618	15 545	15 622	15 606	15 499	15 478	15 162	15 149
Commerce et réparation auto (G)	13 302	13 232	13 243	13 343	13 465	13 548	13 467	13 578	13 602	13 481	13 543	13 385	13 321
Transports et entreposage (H)	1 836	1 790	1 784	1 777	1 761	1 807	1 820	1 844	1 888	1 874	1 926	1 908	1 898
Hébergement et restauration (I)	6 834	6 740	6 744	6 772	6 767	6 851	6 866	6 906	6 917	6 960	6 963	6 868	6 877
Information et communication (JZ)	1 553	1 554	1 555	1 535	1 547	1 537	1 554	1 596	1 597	1 547	1 561	1 570	1 564
Activités financières et d'assurance (KZ)	1 082	1 068	1 082	1 139	1 139	1 163	1 157	1 185	1 203	1 174	1 188	1 166	1 194
Activités immobilières (LZ)	1 913	1 849	1 830	1 821	1 840	1 878	1 900	1 906	1 879	1 856	1 883	1 855	1 895
Soutien aux entreprises (MN)	6 430	6 438	6 436	6 351	6 363	6 348	6 342	6 379	6 342	6 300	6 281	6 258	6 252
Enseignement, santé humaine, action sociale et services aux ménages (P à S)	5 098	5 143	5 153	5 082	5 153	5 113	5 104	5 135	5 135	5 132	5 143	5 059	5 020
Secteur inconnu	95	94	94	99	100	104	104	111	107	107	108	101	100
Total des secteurs	60 019	59 665	59 700	59 505	59 616	59 816	59 737	60 225	60 254	59 793	59 944	59 087	59 055

Défaillances d'entreprises en cumul 12 mois

(en nombre d'entreprises, données brutes)



(en nombre d'entreprises, données brutes)



NB : Les codes sur deux caractères correspondent au niveau d'agrégation A10 ; ceux sur un caractère aux sections de la NAF rév.2 A21.

Figure 36
Systèmes de paiement de masse – France

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

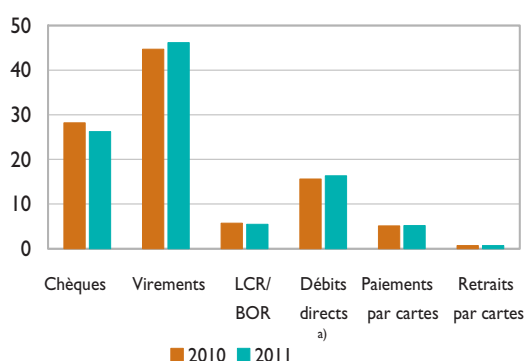
	2008	2009	2010	2011	2012			2012
					juin	juil.	août	Part
Chèques	6 533	5 700	5 590	5 478	4 999	5 521	3 844	21,7
Virements	8 413	8 473	8 865	9 646	10 856	10 711	8 788	49,7
dont virements SEPA	29	95	683	2 555	4 498	4 441	3 745	21,2
LCR/BOR	1 523	1 250	1 138	1 142	1 099	1 060	1 072	6,1
Prélèvements	1 814	1 801	1 827	1 938	1 952	1 931	1 671	9,5
TIP	147	143	133	130	65	70	61	0,3
Télèchèques	1 061	1 082	1 141	1 343	1 835	1 390	1 011	5,7
Paievements par cartes	921	957	1 009	1 085	1 160	1 213	1 074	6,1
Retraits par cartes	142	143	140	145	151	162	152	0,9
Total	20 554	19 550	19 844	20 907	22 118	22 057	17 672	100,0

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

	2008	2009	2010	2011	2012			2012
					juin	juil.	août	Part
Chèques	10 996	10 287	9 507	9 112	8 718	8 750	6 831	14,5
Virements	7 425	7 527	7 356	7 549	8 152	7 499	6 406	13,6
dont virements SEPA	13	38	270	1 400	2 416	2 230	1 983	4,2
LCR/BOR	355	334	311	303	304	293	284	0,6
Prélèvements	7 864	8 163	8 194	8 502	8 710	8 800	7 827	16,6
TIP	425	394	364	342	264	273	228	0,5
Télèchèques	47	56	66	76	67	102	56	0,1
Paievements par cartes	19 219	20 542	21 505	22 969	24 723	25 705	23 239	49,2
Retraits par cartes	2 462	2 454	2 375	2 422	2 545	2 576	2 373	5,0
Total	48 794	49 757	49 677	51 275	53 483	53 997	47 244	100,0

Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des montants échangés)



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

Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des volumes échangés)

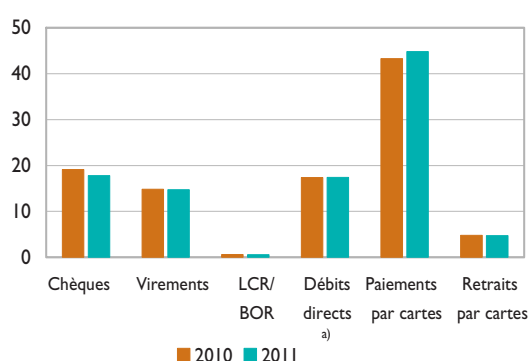


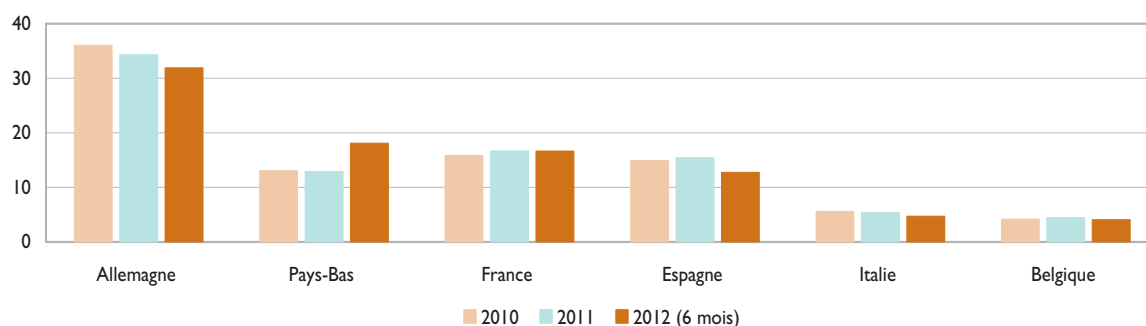
Figure 37
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

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

	2008	2009	2010	2011	2012			2012 Part
					mai	juin	juil.	
France	398	367	365	398	493	484	451	18,5
Allemagne	972	707	829	818	896	769	687	28,1
Autriche	59	28	27	27	31	26	25	1,0
Belgique	152	106	95	106	107	109	101	4,1
Chypre	1	2	2	2	3	3	3	0,1
Espagne	331	356	342	367	318	366	350	14,3
Finlande	33	28	35	47	99	99	89	3,6
Grèce	30	29	28	23	14	33	31	1,3
Irlande	32	30	30	21	18	19	17	0,7
Italie	221	133	129	129	115	121	117	4,8
Luxembourg	60	40	40	57	71	77	77	3,1
Malte	0	0	0	0	1	1	1	0,0
Pays-Bas ^{a)}	264	287	300	308	490	520	422	17,3
Portugal	16	17	20	22	15	19	14	0,6
Slovaquie	–	3	3	3	5	5	3	0,1
Slovénie	2	2	2	2	3	4	3	0,1
EPM-BCE	43	47	37	36	37	37	35	1,4
Total TARGET2 zone euro ^{b)}	2 614	2 182	2 283	2 367	2 716	2 692	2 427	99,3
Hors zone euro	53	16	16	17	16	18	16	0,7
Total TARGET2 Union européenne ^{b)}	2 667	2 198	2 299	2 383	2 732	2 710	2 443	100,0
Euro1 ^{c)}	287	255	241	249	238	248	222	

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

(% des capitaux échangés)



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

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

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

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

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

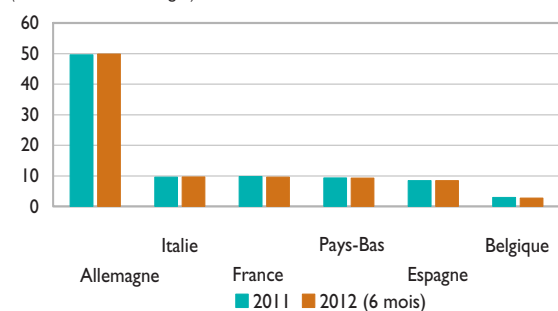
Figure 38
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

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

	2008	2009	2010	2011	2012			2012
					mai	juin	juil.	Part
France	25 992	29 773	31 850	34 141	32 614	36 640	34 937	9,6
Allemagne	181 625	174 695	173 218	172 884	173 759	180 090	177 290	48,9
Autriche	14 199	6 539	5 266	6 294	6 506	6 799	6 994	1,9
Belgique	9 884	8 517	9 454	10 265	10 574	10 238	10 772	3,0
Chypre	392	389	466	515	639	666	652	0,2
Espagne	36 167	29 580	29 195	29 509	29 740	31 296	30 723	8,5
Finlande	1 587	1 652	1 589	1 571	1 596	1 688	1 566	0,4
Grèce	5 117	5 692	5 904	5 861	4 578	4 555	3 900	1,1
Irlande	5 139	4 824	4 961	4 376	4 096	4 330	4 813	1,3
Italie	36 491	33 943	33 649	33 643	34 794	35 547	36 659	10,1
Luxembourg	3 037	2 847	3 033	3 229	2 848	3 260	4 107	1,1
Malte	50	59	65	72	156	152	177	0,0
Pays-Bas ^{a)}	37 745	36 930	33 304	32 490	31 516	33 390	33 580	9,3
Portugal	5 072	4 191	4 206	4 165	4 294	4 283	4 216	1,2
Slovaquie	–	606	582	730	1 108	1 166	1 092	0,3
Slovénie	3 018	3 073	3 023	3 039	2 827	2 808	2 735	0,8
EPM-BCE	176	312	333	379	582	586	577	0,2
Total TARGET2 zone euro^{b)}	365 690	343 621	340 099	343 160	342 229	357 495	354 790	97,9
Hors zone euro	4 277	2 364	3 281	5 344	7 279	7 497	7 674	2,1
Total TARGET2 Union européenne^{b)}	369 967	345 985	343 380	348 505	349 508	364 992	362 464	100,0
Euro I^{c)}	250 766	227 674	230 124	242 499	263 684	268 381	266 284	

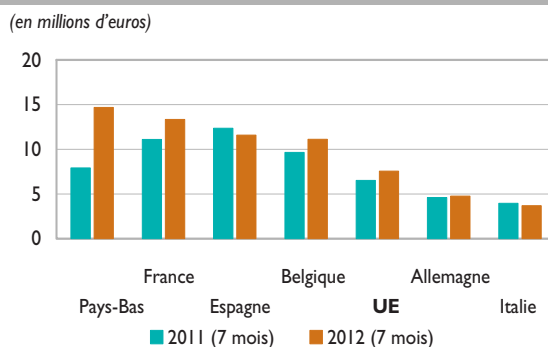
Parts de marché de chaque place dans le système TARGET2 de l'Union européenne

(% des volumes échangés)



Montant moyen d'une opération dans le système TARGET2 de l'Union européenne

(en millions d'euros)



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

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

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

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

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

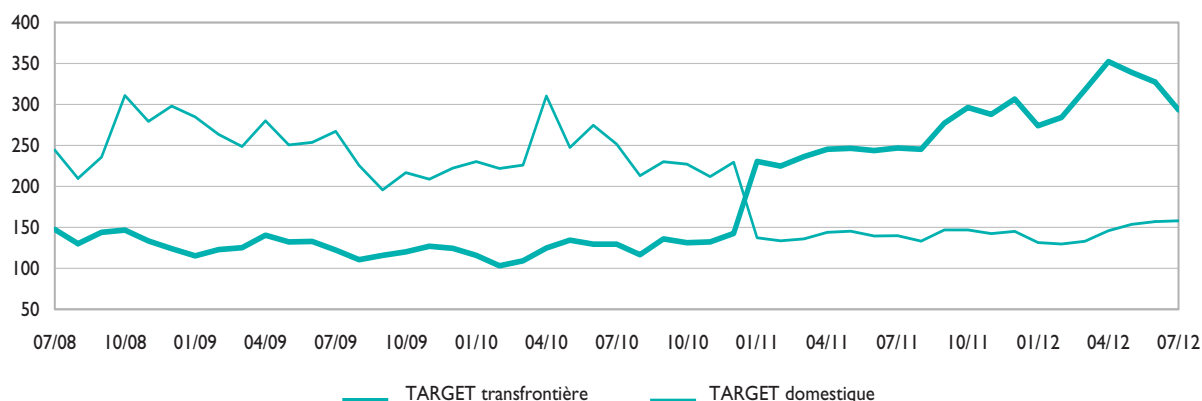
Figure 39
Systèmes de paiement de montant élevé – France

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

	2008	2009	2010	2011	2012			2012
					juin	juil.	août	Part
Garanties mobilisées dans TARGET domestique France ^{b)}								
Titres français négociables	51,2	114,6	105,7	81,6	128,2	126,2	129,7	34,7
Créances privées	79,9	129,0	149,8	146,4	196,6	198,1	192,2	51,4
Titres mobilisés <i>via</i> le CCBM	62,8	79,9	76,9	60,5	47,1	46,0	49,8	13,3
Autres titres étrangers ^{c)}	8,2	7,9	5,9	3,5	2,4	2,1	2,1	0,6
Total	202,1	331,3	338,3	292,0	374,3	372,4	373,8	100,0

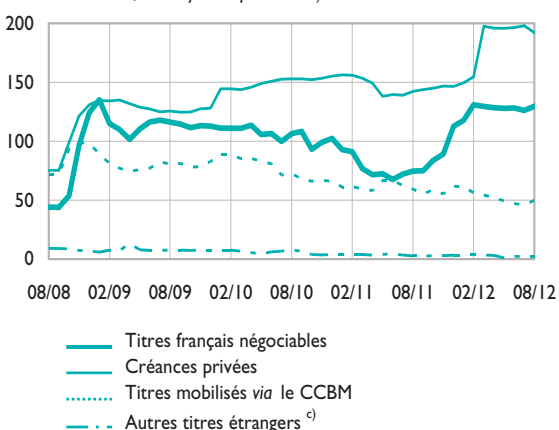
Évolution mensuelle des capitaux échangés ^{a)}

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

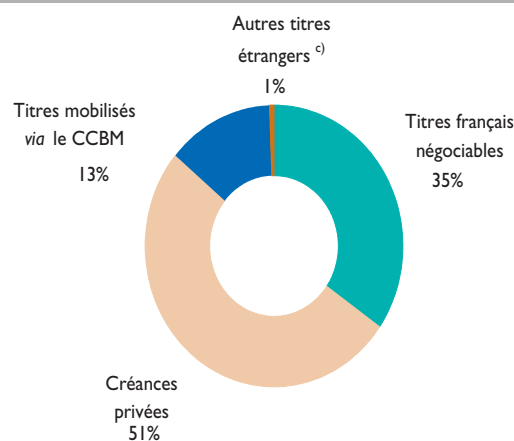


Évolution mensuelle des garanties mobilisées ^{b)}

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées en août 2012 ^{b)}



a) Depuis le 18 février 2008, les systèmes TBF (composante française de TARGET) et PNS ont laissé place à TARGET2-Banque de France, seul système de paiement de montant élevé français.

b) Jusqu'au 15 février 2008, les montants indiqués représentaient les garanties effectivement mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF. Depuis la mise en place de 3G (Gestion Globale des Garanties) et de TARGET2-Banque de France le 18 février 2008, les montants indiqués représentent le collatéral déposé dans un « pool » d'actifs mobilisables pour les opérations de politique monétaire et/ou de crédit intrajournalier.

c) Autres titres étrangers mobilisés via les liens entre les systèmes de règlement – livraison de titres

Source : Banque de France

Réalisé le 18 septembre 2012

Notice méthodologique

I | Situation économique générale

I | I Compétitivité

Les **indicateurs de compétitivité** sont calculés selon la méthodologie développée par L. Buldorini *et alii*¹. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, prennent notamment en compte la concurrence sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Elles sont calculées sur la base des échanges de produits manufacturés en moyenne sur les années 1999 à 2001. Pour les pays de l'Union européenne, les IPC utilisés comme déflateurs sont les indices de prix à la consommation harmonisés.

Le **groupe de 22 pays** partenaires de l'OCDE est constitué de l'Allemagne, de l'Australie, de l'Autriche, de la Belgique, du Canada, du Danemark, de l'Espagne, des États-Unis, de la Finlande, du Royaume-Uni, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie, du Japon, des Pays-Bas, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, du Portugal, de la Suède, de la Suisse, du Mexique et de la Corée du Sud.

Le **groupe de 46 pays** partenaires est constitué de pays de l'Union européenne (UE à 15, la Pologne, la Hongrie, Chypre, Malte), des États-Unis, de la Suisse, du Japon, du Canada, de la Corée du Sud, de la Chine, de la Turquie, du Maroc, de Taiwan, de Hong Kong, de la Norvège, du Brésil, de l'Australie, de l'Indonésie, de l'Inde, de l'Argentine, d'Israël, de la Thaïlande, de Singapour, de l'Afrique du Sud, de la Malaisie, du Mexique, du Chili, des Philippines, du Pakistan, du Venezuela, de la Colombie, de la Nouvelle-Zélande, et de l'Algérie.

Le **groupe de 56 pays** partenaires est constitué de ces mêmes pays, auxquels s'ajoutent la République tchèque, la Slovaquie, la Lituanie, l'Estonie, la Lettonie, la Roumanie, la Bulgarie, la Croatie et la Russie.

I | 2 Balance des paiements

Définitions

La **balance des paiements** est un document statistique, présenté suivant les règles de la comptabilité en partie double, qui rassemble et ordonne l'ensemble des transactions économiques et financières entre les **résidents français** et les **non-résidents**, au cours d'une période donnée.

Les **résidents** sont les personnes physiques ayant leur principal centre d'intérêt en France, quelle que soit leur nationalité — à l'exception des fonctionnaires et militaires étrangers en poste en France, les fonctionnaires et autres agents publics français en poste à l'étranger ou mis à la disposition d'organisations internationales ou d'autres employeurs non résidents, les personnes morales, françaises ou étrangères, pour leurs établissements en France, lorsqu'il y a existence d'une activité économique réelle exercée en France par des unités de production autonomes, quelle qu'en soit leur forme juridique.

Pour l'élaboration des statistiques de balance des paiements, la **France** comprend la métropole, la principauté de Monaco, les départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, la Réunion et Mayotte), la collectivité territoriale de Saint-Pierre-et-Miquelon. Tous les autres pays constituent « l'étranger » ou le « reste du monde ».

La balance des paiements est traditionnellement présentée du point de vue de la nation, contrairement à la comptabilité nationale au sein de laquelle les échanges entre la France et l'extérieur sont présentés du point de vue de l'agent « reste du monde ».

Mode d'enregistrement

Par convention, en balance des paiements, un chiffre positif (crédit) correspond à une exportation ou à une recette lorsqu'il se rapporte à une opération réelle, c'est-à-dire à des échanges de biens, de services et

¹ Buldorini, Makrydakakis et Thimann (2002) : "The effective exchange rates of the euro", BCE, Occasional Paper, n° 2, consultable sur le site de la BCE (<http://www.ecb.int/pub/pdf/scops/ecbocp2.pdf>)

des paiements de revenus. Un chiffre négatif (débit) représente une importation ou une dépense. S'agissant du compte financier, un chiffre positif reflète une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements, qu'ils soient financiers ou monétaires. Un chiffre négatif représente une augmentation des avoirs ou une diminution des engagements. Ainsi, un chiffre négatif au titre des avoirs de réserve signifie que les réserves ont augmenté.

La balance des paiements est établie chaque mois, dans une forme simplifiée, selon un calendrier annoncé à l'avance, environ six semaines après la fin du mois sous revue. Les révisions trimestrielles, environ soixante-quinze jours après la fin du trimestre sont l'occasion d'améliorer la qualité des données, mais également de publier une information plus détaillée. Les révisions annuelles, publiées en mai, concernent non seulement l'année précédente, mais également les deux années antérieures.

Les premiers résultats mensuels publiés sont considérés comme provisoires. Les données trimestrielles après révision et les données de l'année précédant l'année en cours ont le statut de résultats semi-définitifs. Les données des années antérieures sont qualifiées de résultats définitifs.

Secteurs économiques

Dans certaines parties de la balance des paiements — les transferts courants, les investissements de portefeuille, les « autres investissements » —, les échanges recensés font l'objet d'un classement [en fonction du secteur économique auquel appartient le résident](#) impliqué dans l'opération. On distingue dans ce cas :

- les [autorités monétaires](#), c'est-à-dire la Banque de France ;
- le [secteur des administrations publiques](#) (APU), qui regroupe l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale ;
- le [secteur des institutions financières monétaires hors Banque centrale \(IFM\)](#), comprenant les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation communautaire et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts de dépôts de la part d'entités autres que

des IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Les OPCVM monétaires remplissent les conditions et sont dès lors inclus dans le secteur des IFM ;

- les « [autres secteurs](#) », qui regroupent les agents économiques autres que ceux inclus dans les trois secteurs précédents : les entreprises industrielles et commerciales, les assurances, les institutions financières non monétaires, notamment les entreprises d'investissement et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières non monétaires (OPCVM non monétaires), les institutions à but non lucratif au service des ménages et les ménages.

Les grandes composantes de la balance des paiements

Définies par le cinquième *Manuel de la balance des paiements* du Fonds monétaire international (FMI), les composantes types de la balance des paiements sont réparties entre le compte de transactions courantes, le compte de capital et le compte financier. Le poste des [erreurs et omissions nettes](#) est un poste d'ajustement dont l'existence tient à ce que, à la différence d'un véritable système de comptabilisation en partie double, les enregistrements en débit et crédit dans la balance des paiements ne sont pas inscrits simultanément à l'occasion de chaque transaction, mais résultent de déclarations indépendantes qui peuvent générer des erreurs, des oublis ou des décalages de période.

Le [compte de transactions courantes](#) regroupe les échanges de biens et services, les revenus et les transferts courants. Les [échanges de biens](#) sont évalués à partir des statistiques du commerce extérieur de la direction générale des Douanes et des Droits indirects, auxquelles sont ajoutées les transactions relatives à l'avitaillement, au travail à façon et aux réparations.

Les [échanges de services hors voyages](#) sont subdivisés en plusieurs postes selon leur nature économique. Parmi les postes mis en évidence par la balance des paiements, figurent notamment les [transports](#), éclatés entre les transports maritimes, aériens et les autres transports, les [services de communication](#), les [services de construction](#), les [services d'assurance](#), les [services financiers](#), les [services informatiques et d'information](#), les [redevances et droits de licence](#), les [autres services](#)

aux entreprises, qui peuvent être décomposés en négoce international, autres services commerciaux, locations et services divers aux entreprises.

Les voyages constituent un poste particulier au sein des échanges de services, à la fois par leur importance et par leur définition, qui ne prend pas en compte la nature économique de l'échange, mais les modalités de celui-ci. La ligne voyages reflète au crédit l'ensemble des dépenses des non-résidents en France effectuées au titre de leurs frais de séjour à l'occasion d'excursions, de voyages touristiques ou de voyages d'affaires, de durée inférieure à un an, ainsi que les frais engagés au titre des services personnels (de santé, de scolarité, etc.) acquis auprès de résidents ; au débit, les dépenses de même nature effectuées par des résidents français à l'étranger. Les dépenses et recettes de transport liées aux voyages internationaux ne sont pas enregistrées sous cette ligne, mais avec les services de transport. À l'inverse, les transports intérieurs effectués par des non-résidents et les transports à l'intérieur d'un pays étranger effectués par des résidents sont en principe inclus dans les voyages (en pratique, il est parfois difficile de différencier les dépenses de transport intérieur des dépenses de transport international).

Les revenus sont partagés entre rémunérations des salariés et revenus d'investissements. Les rémunérations des salariés comprennent les salaires, gages, traitements versés par des employeurs non résidents à leurs salariés résidents (travailleurs frontaliers, saisonniers, en mission de courte durée) et inversement. Les revenus des investissements correspondent aux recettes ou paiements afférents aux avoirs ou engagements financiers extérieurs. Ils sont décomposés en fonction de la nature des opérations financières auxquelles ils se rattachent, revenus des investissements directs, revenus des investissements de portefeuille et autres revenus d'investissements (cf. ci-après pour une définition des rubriques du compte financier). Les dividendes (revenus des titres de participations) sont enregistrés à la date de versement et les intérêts (revenus des créances) sur la base des droits constatés.

Les transferts courants constituent la contrepartie comptable de biens, services, capitaux exportés ou importés gratuitement, c'est-à-dire sans contrepartie apparente ou mesurable. Ils sont ventilés par secteur. Les transferts courants des administrations publiques comprennent notamment la coopération internationale, les contributions de la France aux

dépenses des organisations internationales, les recettes et versements d'impôts en provenance et à destination d'administrations publiques étrangères effectués dans le cadre de conventions fiscales, les versements des administrations de sécurité sociale à des travailleurs ou à d'anciens travailleurs non résidents et à leurs ayants-droits et les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du FEOGA — section orientation, qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

Les transferts des autres secteurs sont ventilés en deux rubriques, les envois de fonds des travailleurs et les autres opérations. Les envois de fonds des travailleurs reprennent les montants transférés à l'étranger par des travailleurs résidents et vice-versa. De tels transferts sont généralement effectués par des résidents d'origine étrangère vers leur pays d'origine ou vers la France par des personnes non résidentes d'origine ou de nationalité française. Les autres opérations comprennent des opérations de nature très diverse, parmi lesquelles les dons et versements humanitaires en faveur de personnes physiques et morales, les subventions et donations, les indemnités pour rupture de contrat, cautions et dédommagements, les prix littéraires, artistiques ou scientifiques, etc.

Le compte de capital regroupe les transferts en capital — remises de dettes, pertes sur créances, aides à l'investissement des fonds structurels, transferts des migrants — et les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits (brevets, marques, droits d'auteur...).

Le compte financier est partagé en rubriques en fonction de la nature et de la finalité des opérations, investissements directs, investissements de portefeuille, produits financiers dérivés, autres investissements et avoirs de réserve. À l'exception des investissements directs, des produits financiers dérivés et des avoirs de réserve, les rubriques sont subdivisées en créances et engagements, puis ventilées selon le type d'opération ou d'instrument et enfin selon le secteur résident concerné.

Conformément à la définition de référence détaillée de l'OCDE et en accord avec les recommandations internationales (FMI, Eurostat, BCE), les

investissements directs couvrent les opérations effectuées par des investisseurs afin d'acquérir, d'accroître ou de liquider un intérêt durable dans une entreprise et de détenir (ou de liquider) une influence dans sa gestion. La notion d'investissement direct est donc plus large que celle de contrôle.

L'investissement direct met en relation des entreprises apparentées, c'est-à-dire :

- une entreprise « investisseur direct » (maison-mère) et une ou plusieurs entreprises investies, qu'il s'agisse de succursales, de filiales ou d'autres entreprises affiliées ;
- des entreprises « investies » (sociétés sœurs) entre elles.

Par convention, on considère qu'une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'une personne physique ou morale (l'investisseur) détient au moins 10 % des droits de vote, ou à défaut 10 % du capital social, d'une entreprise « investie ».

Les investissements directs comprennent non seulement la transaction initiale, qui établit la relation entre l'investisseur et l'entreprise investie, mais aussi toutes les transactions ultérieures entre eux et entre les entreprises apparentées (opérations de prêt, flux de trésorerie et, plus généralement, l'ensemble des opérations financières à l'exception des crédits commerciaux et des opérations interbancaires entre établissements de crédit affiliés). Les investissements immobiliers sont également considérés comme des investissements directs.

Les investissements directs sont enregistrés selon le principe directionnel. Ainsi, les investissements directs français à l'étranger comprennent les créances (autres que celles figurant dans les investissements étrangers en France) et les engagements des maisons-mères résidentes vis-à-vis de leurs filiales étrangères. Symétriquement, les investissements directs étrangers en France incluent les engagements (autres que ceux enregistrés dans les investissements français à l'étranger) et les créances des filiales résidentes auprès de leur maison mère étrangère.

Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France sont décomposés par nature d'opérations entre :

- les **investissements immobiliers et les opérations en capital social**, qui comprennent les créations,

acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre, les consolidations de prêts, prêts subordonnés et prêts participatifs du secteur bancaire ;

- les **bénéfices réinvestis**, qui correspondent à la part des résultats nets des entreprises investies revenant à la maison-mère au cours d'un exercice comptable diminuée des dividendes versés à la maison-mère au cours du même exercice ;

- les **autres opérations**, qui recouvrent les opérations de prêt, avances, dépôts, à court et long termes, entre sociétés affiliées, à l'exception des crédits commerciaux et des crédits et dépôts entre les banques résidentes et leurs correspondants étrangers, classés en « autres investissements ».

Les **investissements de portefeuille** comprennent toutes les opérations sur titres négociables entre résidents et non-résidents, achats à l'émission, négociations et remboursements, à l'exception des opérations comprises au sein des investissements directs, des avoirs de réserve et des produits financiers dérivés et des opérations de cession temporaire. Les prêts secs de titres, qui ne donnent lieu à aucun mouvement monétaire, ne sont pas enregistrés dans la balance des paiements.

Les flux sont partagés en avoirs (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des non-résidents) et engagements (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des résidents). Chacune de ces deux lignes est ensuite scindée en fonction de la nature des titres échangés : actions et titres d'OPCVM, obligations et titres assimilés, c'est-à-dire tous les titres d'emprunt à plus d'un an d'échéance initiale, titres de créance à court terme, dont l'échéance est inférieure à un an. Les flux par catégorie d'instruments sont ensuite partagés en fonction du secteur résident détenteur (pour les avoirs) ou émetteur (pour les engagements).

Depuis le 1^{er} février 2000, conformément aux recommandations du FMI et avec l'accord de tous les organismes internationaux intéressés, il a été créé une nouvelle rubrique au sein du compte financier, intitulée **Produits financiers dérivés**, qui comprend les primes sur options, les appels de marge et les intérêts sur *swaps*.

Les **autres investissements** sont une rubrique résiduelle qui englobe toutes les opérations sur actifs et passifs financiers vis-à-vis des non-résidents qui ne figurent pas sous une autre rubrique du compte financier. Elle se répartit entre créances et engagements des résidents vis-à-vis de l'étranger (y compris les prises et mises en pension livrée), puis par nature d'opérations (crédits commerciaux, prêts, dépôts et emprunts, autres avoirs et engagements), enfin par secteur résident à l'origine des créances et des engagements. On distingue en particulier les flux des IFM qui sont cohérents avec les informations destinées à l'élaboration des statistiques monétaires.

Les **avoirs de réserve** sont les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires pour leur permettre de financer les déséquilibres de paiements ou d'intervenir pour en réduire l'ampleur. Depuis la création de la zone euro, seuls les mouvements affectant la partie des réserves de change non transférées à la BCE et qui restent gérées par la Banque de France figurent dans la balance des paiements de la France. Par ailleurs, compte tenu de l'adoption d'une méthodologie commune aux pays membres de l'Union monétaire, seules les créances sur des non-résidents hors zone euro sont prises en compte, ce qui exclut, de fait, de cette rubrique les placements en devises effectués auprès de banques non résidentes situées dans la zone euro.

Les avoirs de réserve sont constitués des créances brutes en or monétaire et en devises, y compris sous forme de titres émis par des non-résidents, des avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) et de la position nette de réserve à l'égard du FMI.

I | 3 La position extérieure

La **position extérieure** de la France a pour objectif de recenser, à la date d'arrêté, l'ensemble des créances et des engagements des résidents vis-à-vis des non-résidents. Elle est élaborée à l'aide d'enquêtes périodiques de stocks revalorisés et actualisée, si nécessaire, par des cumuls de flux pour les points les plus récents.

Conformément aux recommandations du cinquième *Manuel de balance des paiements* du Fonds monétaire international, les créances et engagements

extérieurs de la France sont présentés suivant les mêmes rubriques que la balance des paiements.

Les **encours d'investissements directs** sont recensés chaque année. Ils peuvent être valorisés en valeur de marché ou en valeur comptable, selon le mode de valorisation des capitaux propres. La **valeur comptable** des encours est celle indiquée par les entreprises dans leur comptabilité. Elle figure, pour les investissements directs français à l'étranger, dans les tableaux relatifs aux filiales et participations annexés aux comptes annuels, et pour les investissements directs étrangers en France, dans les bilans des affiliés résidents des investisseurs directs non résidents. Pour l'élaboration des chiffres définitifs (publiés en principe dix-huit mois après la date d'arrêté), le montant d'un investissement est calculé en multipliant la quote-part détenue par l'investisseur direct dans la société investie par la valeur des capitaux propres de la société. On ajoute ensuite l'encours des prêts consentis par l'investisseur à l'affilié. Les chiffres estimés sont établis tant pour les investissements directs français à l'étranger que pour les investissements étrangers en France, à partir des dernières données comptables disponibles, revalorisées et actualisées par les flux de balance de paiements relatifs aux investissements directs (apports en capital et autres opérations entre sociétés affiliées).

Le recensement est limité aux encours détenus directement par les investisseurs directs, les participations indirectes (de deuxième rang, de troisième rang, etc.) n'étant pas prises en compte. Ainsi, si la filiale étrangère d'un investisseur résident détient elle-même un investissement direct dans une autre société, ce deuxième investissement n'est pas pris en considération. De même, si la filiale française d'un investisseur étranger détient une autre filiale en France, ce deuxième investissement n'entre pas dans l'encours recensé.

Les **encours d'investissements directs en valeur de marché**, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, font l'objet d'une estimation, déterminée en commun avec les comptes financiers nationaux, appliquée aux seuls capitaux propres. S'agissant des prêts et placements, la valeur comptable est présumée identique à la valeur de marché. La valeur de marché est uniquement calculée sur le total de l'encours. Aucune ventilation par entreprise, par pays ou par secteur économique n'est donc disponible.

La **position-titres** (encours des titres français détenus par les non-résidents et des titres étrangers détenus par les résidents) est établie chaque année à la suite d'un recensement titre par titre dont les résultats sont disponibles neuf mois après la fin de l'année de référence. Entre deux recensements annuels, des estimations sont effectuées à l'aide du dernier stock disponible, revalorisé et actualisé à l'aide de cumuls de flux.

S'agissant des **investissements de portefeuille des résidents en titres étrangers (avoirs)**, les titres recensés sont tous les titres étrangers en euros ou en devises, (actions, titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, obligations, titres de créance à court terme) émis par des non-résidents et détenus par les résidents, à l'exception des titres de participation détenus dans le cadre d'investissements directs, des titres qui ne peuvent être cédés qu'avec l'accord de l'émetteur et des bons de caisse émis par les banques non résidentes, des titres étrangers détenus par des résidents n'appartenant pas au secteur des institutions financières monétaires (IFM) et conservés directement à l'étranger par ceux-ci.

Les **investissements de portefeuille des non-résidents en titres français (engagements)** comprennent tous les titres en euros ou en devises émis par des résidents et détenus par des non-résidents. Le portefeuille des non-résidents en titres français est ventilé entre les actions, les titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, les obligations et assimilées (dont les OAT et les BTAN), les titres de créance à court terme (dont les bons du Trésor à taux fixe). Ne sont inclus dans le recensement ni les actions détenues au titre des investissements directs, ni les titres français (actions, obligations ou titres de créance à court terme) détenus hors de France par les non-résidents, à l'exception des obligations émises sur le marché international. Pour cette catégorie d'instrument, l'encours détenu par les non-résidents est inclus dans les engagements des résidents, quel que soit le lieu de conservation (France ou étranger) du titre.

Les portefeuilles sont évalués en valeur de marché, à la date d'arrêt du recensement (cours de bourse pour les titres cotés ou cours retenus par les banques pour l'évaluation annuelle du portefeuille de leur clientèle pour les titres non cotés).

Les **encours de produits dérivés** comprennent des données sur les options — instruments conditionnels achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs, les *swaps*, FRAs, *forwards* du secteur bancaire. Ils sont valorisés en valeur de marché.

Les **autres investissements** comprennent les crédits commerciaux et les avances à la commande, la position dépôts-crédits des entreprises, des OPCVM non monétaires et des entreprises d'investissement, les créances des ménages vis-à-vis de l'étranger, la position dépôts-crédits des IFM résidentes, les investissements des autorités monétaires et des administrations publiques non recensés ailleurs. Les encours sont évalués en valeur nominale.

Les **avoirs de réserve** sont valorisés à chaque fin de mois sur la base des cours déterminés comme suit :

- l'or est valorisé au cours du dernier jour du mois ;
- les droits de tirage spéciaux et la position vis-à-vis du Fonds monétaire international sont évalués au dernier cours du DTS calculé par le FMI à la date d'arrêt ;
- les devises sont comptabilisées au cours constaté à la date d'arrêt.

2| Monnaie, placements et financements

Zones géographiques

Zone euro : Allemagne + Autriche + Belgique + Chypre + Espagne + Estonie + Finlande + France + Grèce + Irlande + Italie + Luxembourg + Malte + Pays-Bas + Portugal + Slovaquie + Slovénie

Depuis le 1^{er} janvier 2011, la zone euro inclut l'Estonie. Les séries statistiques relatives à la zone euro tiennent compte des modifications de la composition de la zone euro.

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :

France = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, la Réunion, Mayotte) + Saint-Pierre-et-Miquelon

Secteurs économiques

Institutions financières monétaires (IFM) : elles comprennent les établissements de crédit résidant dans la zone euro, tels que définis par la législation communautaire, et toutes les institutions financières résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

Administrations publiques (APU) = État + administrations d'États fédérés + administrations de Sécurité sociale + collectivités locales

Secteur privé = sociétés non financières + ménages + sociétés d'assurance et fonds de pension + institutions à but non lucratif au service des ménages + autres intermédiaires financiers (OPCVM monétaires, entreprises d'investissement, fonds communs de créances, etc.)

Agents non financiers (ANF) = administrations publiques + secteur privé – autres intermédiaires financiers

Cette catégorie englobe exclusivement les agents dont les décisions en matière de placement ou d'endettement ne résultent pas d'un comportement d'intermédiaire financier.

Instruments financiers

Les **dépôts à terme** comprennent les dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou qui ne peuvent être convertis en espèces avant ce terme que moyennant sanction.

Les **dépôts avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois** recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple, en France, des livrets A et bleus, des Codevi, des comptes

d'épargne logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les **pensions** représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés. Les titres autres que des actions ou titres de créance sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend, notamment, les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Les **titres de créance à court terme** correspondent à des titres émis par des IFM, des SNF ou des APU, d'une durée initiale inférieure ou égale à un an, négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt, les billets de trésorerie et les bons du Trésor à taux fixe et à intérêt pré-compté (BTF).

Sont qualifiés de **monétaires** tous les **actifs** financiers entrant dans la composition de l'agrégat M3 suivi par la Banque centrale européenne.

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

M2 = M1 + dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans

M3 = M2 + pensions + titres d'OPCVM monétaires + titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans

Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro, qui ne sont ni des IFM ni des institutions relevant de l'administration centrale, sont incluses dans M3.

Les **crédits** incluent les crédits à l'habitat, à la consommation, à l'investissement, de trésorerie, les autres crédits, les créances douteuses brutes, le crédit-bail, les avoirs en titres non négociables et les dettes subordonnées constituées sous la forme de dépôts ou de prêts.

Par souci de prendre en compte d'éventuels mouvements de substitution entre actifs en euros et actifs en devises, le suivi des instruments financiers s'appuie sur un critère « **toutes devises** ».

Séries chronologiques

Monnaie et Finance

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

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

Titres, crédit et dépôts

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

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

Conjoncture et Croissance

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

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

Balance des paiements et Économie internationale

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

- Les institutions financières
- L'activité bancaire internationale

Entreprises

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

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

Changes et Taux

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

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

Base de données

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

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

Abréviations

Organismes et institutions

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

Zones économiques

CEMAC	Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale
PECO	Pays de l'Europe centrale et orientale
ZE à 17	Zone euro à dix-sept pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Portugal, Slovaquie, Slovénie)
UE à 27	Union européenne à vingt-sept pays (ZE à 17 + Bulgarie, Danemark, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Royaume-Uni, Suède)
UEM	Union économique et monétaire
UEMOA	Union économique et monétaire ouest-africaine

Pays

AT	Autriche
AU	Australie
BE	Belgique
BG	Bulgarie
CA	Canada
CH	Chine
CY	Chypre
CZ	République tchèque
DE	Allemagne
EE	Estonie
ES	Espagne
FI	Finlande
FR	France
GB	Royaume-Uni
GR	Grèce
HU	Hongrie
IE	Irlande
IT	Italie
JP	Japon
LT	Lituanie
LU	Luxembourg
LV	Lettonie
MT	Malte
NL	Pays-Bas
PL	Pologne
PT	Portugal
RO	Roumanie
RU	Russie
SE	Suède
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
US	États-Unis
ZE	Zone euro

Indices

CAC 40	Indice français. Synthèse des cours pondérés des 40 principales actions françaises
CAC All-tradable	Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris
CAC Mid & small	Indice composite de la Bourse de Paris des petites et moyennes capitalisations (de la 101 ^e à la 290 ^e)
CCBM	Modèle de banque centrale correspondante (<i>Correspondent Central Banking Model</i>)
DAX	Indice allemand très corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs négociées sur la place de Francfort
DOW JONES	Indice américain
Euro 1 (ABE)	Système de paiement de montant élevé à règlement net de l'Association bancaire pour l'euro
Eonia	<i>Euro over night index average</i>
DJ STOXX EURO 50	Indice composé de 50 actions négociées sur les places boursières de la zone euro
FTSE (FOOTSIE)	Indice de la City
Itraxx	Indice de référence pour les contrats indicels sur défaut
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
ISM	Indice américain de l'activité industrielle
MIDCAC	Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas
NASDAQ	Indice des valeurs technologiques américaines
NIKKEI	Indice japonais
SP 500	Indice américain composé de 500 actions négociées surtout sur le NYSE (<i>New York Stock Exchange</i>)

Autres sigles

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

Cjo	Données corrigées des jours ouvrés
Cvs	Données corrigées des variations saisonnières
EC	Établissement de crédit
EI	Entreprise d'investissement
EIT	Endettement intérieur total
EMTN	<i>Euro medium term notes</i>
Euribor	<i>Euro interbank offered rate</i>
FAB/FAB	Franco-à-bord/Franco-à-bord
FBCF	Formation brute de capital fixe
FCC	Fonds commun de créance
IDE	Investissements directs à l'étranger
ISBLM	Institution sans but lucratif au service des ménages
Isma	Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité
LCR	Lettre de change relevé
LDD	Livret de développement durable
Libor	<i>London interbank offered rate</i>
NES 16	Nomenclature économique sectorielle établie par l'INSEE
OAT	Obligation assimilable du Trésor
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPR	Opération principale de refinancement
OTC	<i>Over-the-counter</i> (marché de gré à gré)
PEL	Plan d'épargne-logement
PEP	Plan d'épargne populaire
PFIT	Période de fixation initiale des taux
PIB	Produit intérieur brut
PMI	Petites et moyennes industries
SNF	Sociétés non financières
SQS	Sociétés et quasi-sociétés
TARGET	Système européen de paiement de gros montant à règlement brut en temps réel (<i>Trans-European automated real-time gross settlement express transfer system</i>) en fonction entre le 1 ^{er} janvier 1999 et le 19 mai 2008
TARGET2	Système TARGET de paiement de deuxième génération, utilisé depuis le 19 novembre 2007
TCN	Titres de créances négociables
TIP	Titre interbancaire de paiement
TMT	Télécoms, médias, technologies
TUC	Taux d'utilisation des capacités de production
WTI	West Texas Intermediate

Documents publiés

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

Rapport annuel de la Banque de France

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

Études parues dans le Bulletin de la Banque de France

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

Année 2010

- « Les politiques salariales des entreprises durant la crise : résultats d'enquêtes », n° 179, 1^{er} trimestre
- « Chute historique de la durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière en 2009, mais rebond prévu en 2010 », n° 179, 1^{er} trimestre
- « Les marchés immobiliers après la crise : quelles leçons pour la macroéconomie ? », n° 179, 1^{er} trimestre
- « Besoins de financement et viabilité de la dette extérieure dans les pays d'Afrique subsaharienne », n° 179, 1^{er} trimestre
- « Évaluation des stocks d'investissements directs dans des sociétés non cotées en valeur de marché : méthodes et résultats pour la France », n° 179, 1^{er} trimestre
- « La qualité de la circulation des billets — Un rôle essentiel de la Banque centrale », n° 179, 1^{er} trimestre
- « Évolution de la monnaie et du crédit en France en 2009 », n° 179, 1^{er} trimestre

- « Le comportement d'épargne des ménages en 2009 », n° 180, 2^e trimestre
- « Les comptes financiers de la Nation en 2009 : réorientation des flux de financement vers les administrations publiques », n° 180, 2^e trimestre
- « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2009 », n° 180, 2^e trimestre
- « Liens économiques, contagion, et la crise financière — Synthèse de la conférence BdF/PSE/FMI des 28 et 29 janvier 2010 », n° 180, 2^e trimestre
- « Les déterminants de la multibancarité des entreprises en France », n° 180, 2^e trimestre
- « Les PME de l'industrie manufacturière en France : un positionnement intermédiaire par rapport à huit autres pays européens », n° 180, 2^e trimestre
- « Le système de cotation de la Banque de France : un atout pour la Banque centrale et un outil pour les banques », n° 180, 2^e trimestre
- « Les évolutions du commerce extérieur de services de la France : une analyse par secteurs et par pays », n° 180, 2^e trimestre

- « En 2009, repli du patrimoine économique national pour la deuxième année consécutive », n° 181, 3^e trimestre
- « Évolution de l'épargne réglementée depuis la généralisation de la distribution du livret A », n° 181, 3^e trimestre
- « Évolutions récentes de la structure des placements des assureurs », n° 181, 3^e trimestre
- « La situation des PME en 2009 : leur structure financière résiste à la crise », n° 181, 3^e trimestre
- « Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes », n° 181, 3^e trimestre
- « La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2009 », n° 181, 3^e trimestre
- « Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France en 2009 », n° 181, 3^e trimestre
- « Séminaire monétaire international : infrastructures de marché et stabilité financière », n° 181, 3^e trimestre
- « Les stratégies de politique monétaire après la crise », n° 181, 3^e trimestre
- « La politique de cohésion et les nouveaux États membres de l'Union européenne », n° 181, 3^e trimestre

- « La situation des entreprises en 2009 : baisse de l'activité et attentisme en période de crise », n° 182, 4^e trimestre
- « Les délais de paiement en 2009 un an après la mise en œuvre de la LME », n° 182, 4^e trimestre
- « La Médiation du crédit », n° 182, 4^e trimestre
- « Le dispositif de traitement des situations de surendettement des particuliers : les principaux effets de la loi Lagarde », n° 182, 4^e trimestre
- « La loi sur le crédit à la consommation : la protection de la clientèle au cœur de la prévention et du contrôle bancaire et assurantiel », n° 182, 4^e trimestre
- « L'évolution du taux des certificats de dépôt et la disparité des taux unitaires par émetteurs, indicateur de tensions potentielles ? », n° 182, 4^e trimestre
- « Le futur de la politique monétaire : synthèse de la conférence tenue à Rome le 30 septembre et le 1^{er} octobre 2010 », n° 182, 4^e trimestre
- « Nouveaux défis pour la dette publique dans les pays avancés : synthèse du colloque tenu à Strasbourg les 16 et 17 septembre 2010 », n° 182, 4^e trimestre

Année 2011

- « L'évolution de la monnaie et du crédit en France : 2010, l'année de la reprise », n° 183, 1^{er} trimestre
- « Le retour à la normale de la durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière en 2010 », n° 183, 1^{er} trimestre
- « Les stocks dans la crise », n° 183, 1^{er} trimestre
- « Stratégies de sortie de crise et de croissance — Colloque OCDE-Banque de France, 9 et 10 décembre 2010 », n° 183, 1^{er} trimestre
- « Analyses structurelles en temps de crise — Colloque Banque de France, 29 et 30 novembre 2010 », n° 183, 1^{er} trimestre
- « La Banque de France dans les instances européennes et internationales », n° 183, 1^{er} trimestre
- « Les modèles fractals en finance », n° 183, 1^{er} trimestre

- « Les répercussions du séisme du 11 mars sur l'économie japonaise et l'économie mondiale », n° 184, 2^e trimestre
- « Face aux déséquilibres mondiaux : quelle régulation ? » — Synthèse du colloque international de la Banque de France, 4 mars 2011 », n° 184, 2^e trimestre
- « Les comptes financiers de la Nation en 2010 : reprise du crédit et poursuite de la hausse des taux d'endettement », n° 184, 2^e trimestre
- « Le comportement d'épargne des ménages en 2010 », n° 184, 2^e trimestre
- « Épargne et choix de portefeuille des ménages : approches micro et macroéconomiques », n° 184, 2^e trimestre
- « La destination finale des placements financiers des ménages français », n° 184, 2^e trimestre
- « Les PME-ETI cotées en bourse : la crise accentue les disparités et souligne les différences de réactivité », n° 184, 2^e trimestre
- « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2010 », n° 184, 2^e trimestre
- « Liens entre les flux de capitaux et le développement financier : une revue de la littérature », n° 184, 2^e trimestre

- « En 2010, les PME bénéficient de la reprise mais diffèrent leurs investissements », n° 185, 3^e trimestre
- « Les entreprises après la crise – colloque Banque de France, 28 juin 2011 », n° 185, 3^e trimestre
- « Le coût du crédit aux entreprises selon leur catégorie », n° 185, 3^e trimestre
- « Synthèse du colloque international sur la microfinance », n° 185, 3^e trimestre
- « Défis pour les politiques monétaires et budgétaires à court et long terme – Synthèse de la conférence Banque de France/Bundesbank des 19 et 20 mai à Hambourg », n° 185, 3^e trimestre
- « Après la chute, la recomposition du commerce international – Synthèse de la Conférence Banque de France/PSE/CEPII des 25 et 26 mai 2011 », n° 185, 3^e trimestre
- « La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2010 », n° 185, 3^e trimestre
- « Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes », n° 185, 3^e trimestre

- « Les comportements patrimoniaux des ménages en France : évolutions et déterminants entre 2004 et 2010 », n° 185, 3^e trimestre
- « Les placements des organismes d'assurance à fin 2010 », n° 185, 3^e trimestre
- « Le traitement des billets : l'évolution de la réglementation et du recyclage par le secteur privé en France », n° 185, 3^e trimestre
- « Les entreprises en France en 2010 : une situation en demi-teinte », n° 186, 4^e trimestre
- « La situation financière des grands groupes français demeure solide au premier semestre 2011 », n° 186, 4^e trimestre
- « Les délais de paiement en 2010 : l'effort entrepris depuis la mise en œuvre de la loi de modernisation de l'économie marque le pas », n° 186, 4^e trimestre
- « Le patrimoine économique national en 2010 : rebond marqué dû à la hausse des prix des terrains », n° 186, 4^e trimestre
- « Les portefeuilles-titres des résidents français entre 2007 et 2010 d'après les statistiques de détention « titre par titre » de la Banque de France », n° 186, 4^e trimestre
- « La protection de la clientèle : une préoccupation grandissante au niveau international », n° 186, 4^e trimestre
- « L'outre-mer français et l'euro », n° 186, 4^e trimestre
- « La crise financière : quels enseignements pour la macroéconomie internationale ? », Synthèse de la conférence AEJ Macro/BDF/CEPR/ECARES/PSE des 28 et 29 octobre 2011 107, n° 186, 4^e trimestre

Année 2012

- « Les PME en forte croissance », n° 187, 1^{er} trimestre
- « Après un retour à la normale en 2010, la durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière poursuit sa progression en 2011 », n° 187, 1^{er} trimestre
- « Les caractéristiques des montages LBO en France : de fortes spécificités pour les cibles de petite ou moyenne taille », n° 187, 1^{er} trimestre
- « L'évolution des placements financiers des ménages français en 2011 », n° 187, 1^{er} trimestre
- « L'évolution de la monnaie et du crédit en 2011 », n° 187, 1^{er} trimestre
- « La récession de 2008-2009 a-t-elle accru la part structurelle du chômage en zone euro ? », n° 187, 1^{er} trimestre
- « Les politiques budgétaire et monétaire à la suite de la crise financière », Synthèse de la conférence BDF/EABCN/EJ/PSE des 8 et 9 décembre 2011, n° 187, 1^{er} trimestre
- « Prévoir le cycle économique », Synthèse du huitième séminaire de l'*International Institute of Forecasters* organisé par la Banque de France les 1^{er} et 2 décembre 2011 à Paris, n° 187, 1^{er} trimestre
- « L'impact de l'évolution des taux souverains sur les conditions de financement des économies française, espagnole et italienne », n° 188, 2^e trimestre
- « La mesure du risque systémique », synthèse de la conférence donnée à la Banque de France, par Robert F. Engle, prix Nobel d'économie, le 25 janvier 2012, n° 188, 2^e trimestre
- « Autrefois les États-Unis, maintenant l'Europe », synthèse de la conférence donnée à la Banque de France, par Thomas Sargent, prix Nobel d'économie, le 1^{er} mars 2012, n° 188, 2^e trimestre
- « Les PME en Europe : les disparités entre pays et secteurs sont plus fortes en 2010 qu'avant la crise », n° 188, 2^e trimestre
- « Financement et risque de défaut des entreprises durant la crise », synthèse d'une conférence organisée par la Banque de France et OSEO les 9 et 10 février 2012, n° 188, 2^e trimestre
- « L'analyse de l'activité des banques par ligne de métiers », n° 188, 2^e trimestre
- « Ce que détiennent les OPCVM français », n° 188, 2^e trimestre
- « La fin des échanges des billets en francs », n° 188, 2^e trimestre
- « Les implications économiques et financières du développement durable et du changement climatique pour les entreprises industrielles », n° 188, 2^e trimestre

Études sur les entreprises

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

Études parues dans la Revue de la stabilité financière

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

Année 2010

- « Repenser les marchés des dérivés de gré à gré pour garantir la stabilité financière », n° 14, juillet
- « Les CDS : quels avantages et coûts collectifs ? », n° 14, juillet
- « *Fiat lux* — Un jour nouveau sur les marchés de produits dérivés », n° 14, juillet
- « Dette publique et interactions avec les marchés dérivés : le cas européen », n° 14, juillet
- « Les produits dérivés : le point de vue d'un assureur », n° 14, juillet
- « *Credit default swaps* et stabilité financière », n° 14, juillet
- « Les *credit default swaps* — Innovation financière ou dysfonctionnement financier ? », n° 14, juillet
- « Faut-il interdire la spéculation sur les marchés des obligations souveraines ? », n° 14, juillet
- « Les marchés de produits dérivés de gré à gré en Inde : questions et perspectives », n° 14, juillet
- « Produits dérivés de gré à gré et compensation centrale : toutes les transactions peuvent-elles faire l'objet d'une compensation ? », n° 14, juillet
- « La finance du XXI^e siècle ne peut faire l'économie d'une bonne régulation des marchés dérivés de gré à gré », n° 14, juillet
- « Risque systémique : une approche alternative », n° 14, juillet
- « Produits dérivés OTC : défis pour la stabilité financière et réponses des autorités », n° 14, juillet
- « Sous-collatéralisation et « réhypothécatation » sur les marchés des produits dérivés de gré à gré », n° 14, juillet
- « Silos et silences : les difficultés à déceler les problèmes liés aux instruments de crédit structurés et les leçons pour l'avenir », n° 14, juillet
- « Réduire le risque systémique sur les marchés de dérivés de gré à gré (OTC) », n° 14, juillet
- « *Credit default swaps* : quels sont les risques et défis en matière de stabilité financière ? », n° 14, juillet
- « Structure des marchés de dérivés OTC et profils de crédit des banques de financement et d'investissement », n° 14, juillet
- « Contreparties centrales et stabilité financière : quelles leçons tirer de la théorie des réseaux et du risque endogène ? », n° 14, juillet
- « Marché des CDS et marché obligataire : qui dirige l'autre ? », n° 14, juillet
- « Risque de concentration et nombre optimal de contreparties centrales pour un actif unique », n° 14, juillet

Année 2011

- « Déséquilibres mondiaux : le point de vue de l'Agence monétaire saoudienne », n° 15, février
- « Les flux internationaux de capitaux et le repli vers les actifs sûrs aux États-Unis, 2003-2007 », n° 15, février
- « La stabilité financière confrontée aux afflux massifs de capitaux : le point de vue d'un marché émergent », n° 15, février
- « Les déséquilibres mondiaux, le système monétaire international et la stabilité financière », n° 15, février
- « Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque du Mexique », n° 15, février
- « Complémentarité et coordination des politiques macroéconomiques et financières pour remédier aux déséquilibres internes et externes », n° 15, février

- « Déséquilibres mondiaux : un problème commun à résoudre pour les économies avancées et les économies de marché émergentes », n° 15, février
- « Équilibre mondial et stabilité financière : des objectifs indissociables pour un système économique mondial résistant », n° 15, février
- « Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque d'Angleterre », n° 15, février
- « Déséquilibres mondiaux et pays en développement », n° 15, février
- « Les déséquilibres mondiaux : un point de vue sud-africain », n° 15, février
- « La nature volatile des flux de capitaux : l'expérience indonésienne et les nouveaux rôles du FMI », n° 15, février
- « Déséquilibres mondiaux et stabilité financière », n° 15, février
- « Les déséquilibres mondiaux et les déséquilibres des comptes de transactions courantes », n° 15, février
- « Les déséquilibres mondiaux vus au travers du prisme de l'épargne et de l'investissement », n° 15, février
- « Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque de réserve d'Inde », n° 15, février
- « Les défis intellectuels qui se posent à l'analyse de la stabilité financière à l'ère de la surveillance macroprudentielle », n° 15, février
- « Renouer avec la stabilité et la croissance après la crise », n° 15, février
- « La règle de Tinbergen revisitée : le maintien de la stabilité financière à l'aide d'outils macroprudentiels », n° 15, février
- « Du taux d'épargne », n° 15, février

Année 2012

- « L'activité de banque centrale dans un contexte de dette publique élevée », n° 16, avril
- « Perspectives budgétaires et risques pour la viabilité budgétaire », n° 16, avril
- « Lorsque la dette souveraine des économies occidentales devient risquée », n° 16, avril
- « Le retour de la répression financière », n° 16, avril
- « L'histoire de deux excès : le lien entre risques de crédit du secteur financier et des emprunteurs souverains », n° 16, avril
- « Les banques, l'aléa moral et la dette publique », n° 16, avril
- « Solvabilité des emprunteurs souverains et stabilité financière : une perspective internationale », n° 16, avril
- « Stabilité, croissance et réforme de la réglementation », n° 16, avril
- « Le risque souverain est-il correctement traité par la réglementation financière ? », n° 16, avril
- « Contagion et crise de la dette européenne », n° 16, avril
- « Politique monétaire et dette publique », n° 16, avril
- « La clé d'un assainissement budgétaire réussi : coopération ou confrontation avec la politique monétaire ? », n° 16, avril
- « Domination monétaire dans la zone euro et défis budgétaires : une perspective théorique », n° 16, avril
- « Indépendance de la banque centrale et défaut souverain », n° 16, avril
- « La crise de la dette souveraine et la politique monétaire », n° 16, avril
- « Soutenabilité de la dette publique : conditions préalables à la stabilité du système financier et des prix », n° 16, avril
- « L'importance de la confiance dans les efforts de stabilisation macroéconomique », n° 16, avril
- « Quelle politique pour la dette souveraine ? », n° 16, avril
- « Une relation risquée : l'interdépendance entre dette bancaire et dette souveraine et la stabilité financière dans la zone euro », n° 16, avril
- « Restaurer la croissance et l'optimisme pour une nouvelle ère budgétaire », n° 16, avril
- « Les lacunes de la structure institutionnelle de la zone euro », n° 16, avril
- « La crise de l'euro : quelques éléments de réflexion sur la réforme institutionnelle », n° 16, avril

Documents et débats

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

Année 2009

« La crise financière », n° 2, février

Année 2010

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

Année 2012

« La crise de la dette souveraine », n° 4, mai

Focus

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

Année 2009

« Déflation ou désinflation ? », n° 3, janvier

« Les mesures non conventionnelles de politique monétaire », n° 4, avril

Année 2010

« Qu'est-ce que l'étalon-or ? », n° 5, novembre

Année 2012

« Les soldes TARGET2 », n° 6, mai

Questions actuelles

<http://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/questions-actuelles.html>

Année 2009

« Les mesures non conventionnelles de politique monétaire face à la crise », n° 1, avril

« Les effets de la crise sur la croissance à long terme », n° 2, octobre

PARUTION

en juillet 2012

Rapport annuel 2011 de la Banque de France



- Lettre au Président de la République, introductive au *Rapport annuel*
- Politique monétaire, action pour la stabilité financière et reprise économique
- Missions et activités de la Banque de France en 2011
- La gouvernance et la stratégie, la gestion des ressources humaines et financières
- Le développement durable : une responsabilité d'entreprise
- Les comptes de la Banque de France

À commander au (+33) 1 42 92 39 08
(Documentation et relations avec le public) *
Accessible sur :
<http://www.banque-france.fr/publications/publications/rapport-annuel-de-la-banque-de-france.html>

* dans la limite des stocks disponibles

PARUTION

en juillet 2012

Rapport annuel d'activité 2011 Observatoire de la sécurité des cartes de paiement



- État des lieux de la sécurisation des paiements par carte sur internet
- Statistiques de fraude pour 2011
- Veille technologique
- La coopération internationale en matière de lutte contre la fraude

À commander au (+33) 1 42 92 39 08
(Documentation et relations avec le public) *
Accessible sur :
<http://www.banque-france.fr/observatoire/home.htm>

* dans la limite des stocks disponibles

☐ **Mes coordonnées ont changé, merci de bien vouloir les rectifier ou les compléter :**

Numéro d'abonnement :

Prénom :

Organisme :

Adresse :

Code postal :

Pays :

Nom :

Fonction :

Ville :

☐ **Je ne souhaite plus recevoir le *Bulletin de la Banque de France* :**

Numéro d'abonnement :

Prénom :

Organisme :

Nom :

« Vous recevez cette publication de la part de la Banque de France parce que vous figurez dans la liste informatique de ses contacts. Vos coordonnées ne sont pas transmises à des tiers. Si vous souhaitez modifier les informations vous concernant ou si vous ne souhaitez plus recevoir cette publication, merci de nous le préciser à tout moment dans le coupon-réponse que vous adresserez à : Banque de France 07-1397 SDRP Pôle support aux relations externes 75049 Paris Cedex 01 ou par courriel à diffusion@banque-france.fr ».

Le Bulletin de la Banque de France est disponible à la fois sous format électronique sur le site web de la Banque de France et sous format papier.

La version imprimée peut donc être obtenue gratuitement sur simple demande au service des Relations avec le public (adresse ci-contre).

La Banque de France produit un nombre d'exemplaires limité. Elle se réserve le droit de suspendre le service de cette diffusion gratuite et de restreindre le nombre de copies attribuées par personne.

Éditeur

Banque de France
39, rue Croix-des-Petits-Champs
75001 Paris

Directeur de la publication

Armand Pujal

Comité éditorial

François de Coustin
Unités de la Banque de France représentées :
DGAFF, DGS, SGACP, DGEI

Rédaction en chef

Corinne Dauchy, Dominique Rougès

Secrétaire de rédaction

Christine Collomb-Jost, Sylvain Josserand et Josiane Usseglio-Nanot

Maquettistes et opérateurs PAO

Nicolas Besson, Pierre Bordenave, Angélique Brunelle,
Alexandrine Dimouchy, Christian Heurtaux, François Lécuyer,
Aurélien Lefèvre, Carine Otto, Isabelle Pasquier

Demandes d'abonnement

Banque de France
07-1397 Service de la Documentation
et des Relations avec le public
75049 Paris Cedex 01

Dépôt légal

Octobre 2012

Internet

Le bulletin : <http://www.banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france.html>

Les publications de la Banque de France : <http://www.banque-france.fr/publications/publications.html>

