BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

1ER TRIMESTRE 2010

179

BANQUE DE FRANCE

EUROSYSTÈME

102–179

Sommaire

Études

Les politiques salariales des entreprises durant la crise : résultats d'enquêtes 1
Guillaume HORNY, Jérémi MONTORNÈS, Jacques-Bernard SAUNER-LEROY et Sylvie TARRIEU
Deux enquêtes spécifiques conduites en 2007 et 2009 suggèrent que les salaires de base sont relativement rigides en France et qu'en réaction à la chute de l'activité, les entreprises ont ajusté les effectifs et les éléments variables des salaires.

Chute historique de la durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière en 2009, mais rebond prévu en 2010 11
Béatrice ROUVREAU et Olivier VIGNA
La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière a enregistré en 2009 une baisse historique, selon l'enquête de la Banque de France. Une hausse de 0,8 % est prévue pour 2010.

Les marchés immobiliers après la crise : quelles leçons pour la macroéconomie ? 25
Olivier de BANDT, Laurent FERRARA et Olivier VIGNA
Comme l'a montré la crise actuelle, les marchés immobiliers sont à l'origine de chocs macroéconomiques importants, ce qui justifie un suivi régulier du double point de vue de la politique monétaire et de la stabilité financière.

Besoins de financement et viabilité de la dette extérieure dans les pays d'Afrique subsaharienne 31
Sophie CHAUVIN et Valérie GOLITIN
En dépit des allègements de dette dans le cadre de l'initiative PPTE, les pays africains restent vulnérables au risque de surendettement. Le « cadre de viabilité de la dette » reste donc un instrument indispensable, dont la gestion flexible doit permettre de mieux prendre en compte l'objectif de développement et son appropriation par les bailleurs émergents.

Évaluation des stocks d'investissements directs dans des sociétés non cotées en valeur de marché : méthodes et résultats pour la France 53
Dominique NIVAT et Agnès TOPIOL
Depuis 2009, l'estimation des stocks d'investissements directs étrangers en valeur de marché est fondée sur une nouvelle méthode. Sa mise en œuvre a conduit à une révision substantielle de la position extérieure nette de la France en investissements directs, qui reste néanmoins créditrice à hauteur de 10 % du PIB.

La qualité de la circulation des billets
Un rôle essentiel de la Banque centrale 65
Solange MIRIGAY et Jérôme MOREAU
En France, la qualité des billets en circulation est parmi les meilleures de l'Eurosystème : c'est en raison de l'implication du réseau des caisses de la Banque de France dans la mise en circulation et l'entretien de la monnaie fiduciaire, ainsi que du contrôle mis en œuvre sur les opérations de recyclage réalisées par les opérateurs externes.

Évolution de la monnaie et du crédit en France en 2009 75
Tatiana MOSQUERA YON
Phénomène inédit depuis l'avènement de l'euro, les engagements monétaires du secteur bancaire se sont contractés en 2009 tandis que les encours de crédits au secteur privé restaient pratiquement étales jusqu'en fin d'année.

Statistiques

Sommaire S1

Divers

Abréviations I
Documents publiés III
Coupon-abonnement VIII

Les politiques salariales des entreprises durant la crise : résultats d'enquêtes

Guillaume HORNY
Direction des Études microéconomiques et structurelles
Service des Analyses microéconomiques

Jérémi MONTORNÈS*
Direction des Statistiques monétaires et financières
Service d'Ingénierie et de Coordination statistique

Jacques-Bernard SAUNER-LEROY
Direction des Enquêtes et Statistiques sectorielles
Service Ingénierie, Méthodologie et Qualité

Sylvie TARRIEU
Direction des Études microéconomiques et structurelles
Service des Analyses microéconomiques

Les résultats d'enquêtes conduites par la Banque de France [1] suggèrent que les salaires de base sont rigides en France au sens où la durée séparant deux changements est en moyenne d'un an et où la propension des entreprises françaises à diminuer les salaires de base en termes nominaux est très limitée. Il apparaît également que l'indexation à l'inflation est incomplète, un tiers seulement des entreprises déclarant lier de manière informelle les évolutions des salaires de base à l'inflation.

En réaction à la chute sensible de l'activité au premier semestre 2009, les entreprises ont adopté des stratégies visant principalement à réduire le coût du travail. Les baisses de salaires de base semblent toutefois être restées exceptionnelles depuis le déclenchement de la crise. En effet, l'ajustement s'est essentiellement opéré via une réduction des effectifs temporaires et permanents, et dans une moindre mesure via les éléments variables de la rémunération.

Mots-clés : Formation des salaires, rigidité des salaires, données d'enquête

Codes JEL : E24, D4, L11

NB *Les auteurs remercient le réseau des succursales de la Banque de France, Serge Nakache et Christophe Alexandre pour la collecte et la participation au traitement des données ; ainsi que les participants du* Wage Dynamics Network *(WDN) pour leurs commentaires.*

* *Jérémi Montornès appartenait à la DEMS – SAMIC de 2007 à 2009.*

1 *Deux enquêtes spécifiques sur les pratiques salariales ont été effectuées en 2007 et en 2009 par la Banque de France dans le cadre du réseau WDN de l'Eurosystème. La première enquête avait pour objet principal de collecter des informations sur les modalités et les fréquences de changement des salaires au sein des entreprises. L'objectif de la seconde enquête était d'apporter un éclairage spécifique sur la façon dont les entreprises ont ajusté leur masse salariale en réponse à la crise économique.*

ENCADRÉ 1

Descriptif des enquêtes

Les résultats présentés ci-après sont issus de deux enquêtes sur les pratiques salariales. La première a été conduite aux mois de septembre et octobre 2007. Les questions portent essentiellement sur la formation et les changements de salaires, la rigidité à la baisse des salaires et les liens entre ajustement des salaires et des prix (voir Montornès et Sauner-Leroy, 2009 pour le détail du questionnaire). La seconde enquête, effectuée en juin et juillet 2009, s'intéresse plus précisément à l'impact de la récession sur les salaires. Des enquêtes harmonisées ont été menées parallèlement dans plusieurs pays européens.

Le champ des enquêtes

Les enquêtes conduites par la Banque de France au sein du réseau Wage Dynamics Network *(WDN) ont été réalisées auprès de l'échantillon d'entreprises habituellement interrogées pour le compte de l'enquête mensuelle de conjoncture. Au total, près de 6 540 entreprises ont été interrogées pour la première enquête et 6 675 pour la seconde. Le taux de réponse est approximativement égal à 31 % pour chaque enquête. Les entreprises interrogées emploient au moins cinq salariés et exercent leur activité dans les secteurs de l'industrie manufacturière et des services marchands en France métropolitaine. Les résultats sont pondérés au niveau individuel par la taille de l'entreprise exprimée en termes d'effectifs employés, puis redressés au niveau sectoriel par la valeur ajoutée. Les groupes ne sont pas interrogés en tant que tels, et les résultats présentés ne sont pas consolidés.*

Méthodologie

Sauf mention contraire, les questions portent sur le salaire de base au cours de l'année sans prendre en compte la rémunération des heures supplémentaires, ni les primes. Les questions portant sur les canaux de transmission de la crise, les stratégies d'adaptation, les stratégies de réduction des coûts et les raisons expliquant l'absence de baisses de salaires sont qualitatives. Les entreprises ont été interrogées par courrier traditionnel ou électronique, ainsi que sous forme d'entretien direct ou téléphonique.

Les évolutions salariales et la façon dont elles interagissent avec les variations de prix constituent un thème central pour la conduite des politiques économiques et notamment monétaire. Au sein d'une Union monétaire telle que la zone euro, dans laquelle les marchés du travail sont segmentés, le degré de flexibilité des salaires constitue un élément important dans le processus d'ajustement en présence de déséquilibres macroéconomiques. En particulier, l'existence de rigidités salariales restreint la vitesse de l'ajustement aux chocs et en augmente le coût.

Sur le plan de la politique monétaire, l'existence de rigidités des salaires a plusieurs conséquences. Tout d'abord, les rigidités nominales affectent la détermination d'une fourchette d'inflation permettant aux salaires réels de s'ajuster aux conditions du marché du travail et d'exercer ainsi un « effet de fluidification » sur les rouages de ce dernier (Tobin, 1972). Ensuite, l'existence de rigidités réelles, résultant par exemple d'une indexation des salaires à l'inflation, réduit l'efficacité de la politique monétaire. L'indexation des salaires à l'inflation peut susciter une hausse auto-entretenue de l'inflation sous-jacente suite à un choc d'inflation sectoriel *via* des effets de « second tour ». Une bonne compréhension des modes de fixation des salaires et de la façon dont ils s'ajustent en présence de chocs constitue, par conséquent, un enjeu important pour la conduite de la politique monétaire.

De nombreux travaux portant sur les rigidités salariales [2] ont été conduits dans les années récentes, mais les résultats sont parfois divergents et difficilement comparables en raison de la diversité des sources (données administratives, enquête auprès des ménages ou d'entreprises) et des différences de périodes couvertes. Aussi, le Système européen de banques centrales a mis en place un réseau de recherche sur la dynamique des salaires (*Wage Dynamics Network*) ayant pour objectif d'améliorer

2 *Voir par exemple Dickens* et al. *(2007)*

la compréhension des mécanismes de fixation des salaires à partir de bases de données originales [3]. Dans ce cadre, une vaste enquête sur les pratiques salariales a été menée auprès de chefs d'entreprise dans la tradition des travaux de Blinder *et al.* (1990, 1998). Une première vague de l'enquête a été réalisée durant l'automne 2007 par l'intermédiaire des banques centrales de dix-sept pays [4]. Cette enquête a été effectuée alors que l'économie européenne évoluait à un rythme proche de son potentiel. Elle a été complétée au deuxième trimestre 2009 par une seconde vague, menée par un nombre plus restreint de pays et destinée à porter un éclairage sur la façon dont les entreprises se sont adaptées au nouvel environnement induit par le déclenchement de la crise économique et financière (cf. encadré 1 pour un descriptif des enquêtes).

L'objet de cet article est de présenter une synthèse des principaux résultats retirés des deux enquêtes. Deux résultats peuvent être soulignés. Premièrement, il ressort que si les salaires nominaux sont relativement rigides en France, le caractère partiel de l'indexation à l'inflation introduit une dose de flexibilité dans leur évolution réelle. Ensuite, c'est l'emploi qui a constitué la principale variable d'ajustement pour les entreprises dans la période de récession prononcée et de faible inflation qui a prévalu au premier semestre 2009.

1| Les caractéristiques de la formation des salaires en France

L'enquête conduite en 2007 fournit des informations détaillant les modalités qui régissent les évolutions salariales en France, et plus particulièrement l'effet des règles institutionnelles sur la dynamique des salaires. En outre, elle permet de caractériser l'ampleur des rigidités nominales des salaires de base à partir d'indicateurs de fréquence et de saisonnalité des évolutions salariales. Enfin, les données de l'enquête permettent également de mesurer le degré d'indexation des salaires à l'inflation.

1|1 La formation des salaires s'inscrit dans un cadre institutionnel décentralisé

La formation des salaires s'inscrit en France dans un cadre de négociations qui se déroulent au niveau des branches et des entreprises (cf. encadré 2). Malgré un taux de syndicalisation inférieur à 10 % la couverture des accords salariaux est presque complète en France, notamment du fait des procédures d'extension et d'élargissement des conventions collectives. Dans le champ de l'enquête, 98 % des établissements sont couverts par des conventions.

ENCADRÉ 2

Les négociations salariales

La formation des salaires en France résulte d'un processus de négociation entre les employeurs et les représentants des employés, ou l'employé lui-même. Les lois Auroux de 1982 imposent des négociations annuelles tant au niveau de l'entreprise qu'au niveau des branches. Par ailleurs, le gouvernement intervient indirectement via *des mécanismes d'extension d'accords de branche et en bas de l'échelle des salaires* via *la revalorisation du SMIC.*

Au niveau de l'entreprise, les employeurs doivent négocier collectivement le salaire quand il y a un représentant syndical au sein de l'entreprise. En pratique, cette obligation est active seulement lorsqu'il y a cinquante employés et plus. Toutes les entreprises ne sont donc pas obligées de négocier sur les salaires mais la plupart sont couvertes par un accord de branche et doivent respecter les minima *conventionnels. Au niveau des branches, l'ouverture de négociations annuelles est obligatoire mais les partenaires sociaux ne sont pas contraints de conclure l'accord. Si les négociations échouent (20 % des cas), la grille salariale en vigueur reste applicable. Pour assurer une concurrence équitable au sein d'un secteur d'activité, les accords de branche peuvent être étendus à toutes les entreprises appartenant au secteur par une décision du ministère du Travail.*

3 *Le WDN a donné lieu à des travaux microéconomiques et macroéconomiques consacrés à la dynamique des salaires, du coût du travail et à leurs implications pour la politique monétaire. Une présentation rapide du réseau de recherche ainsi que les rapports d'activité sont disponibles à l'adresse :* http://www.ecb.int/home/html/researcher_wdn.en.html.

4 *Les enquêtes ont été conduites en Autriche, Belgique, Espagne, Estonie, France, Grèce, Hongrie, Italie, Irlande, Lituanie, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République tchèque et Slovénie.*

Les accords de branche ne sont pas systématiquement contraignants et les entreprises disposent également de politiques salariales spécifiques. Les résultats de la première vague de l'enquête WDN indiquent que les salaires effectivement versés sont plus élevés que les salaires négociés dans près de la moitié des établissements (cf. tableau 1). Selon les données de l'enquête WDN, il existe ainsi un écart en niveau de l'ordre de 6 % entre les barèmes des branches et les salaires effectivement versés par les établissements.

Tableau 1 Indicateurs de couverture des négociations salariales

(en %)

	Taux de couverture (a)	Politique salariale spécifique	Écart au salaire négocié
Ensemble	**98**	**47**	**6**
Industrie	99	50	6
Services	97	43	7
PME	97	43	7
Grandes entreprises	100	57	8

Note : Voir encadré 1
(a) Le taux de couverture est défini comme la proportion d'entreprises couvertes par des conventions collectives.

La fréquence des changements de salaires est de plus rythmé par le calendrier des négociations collectives. Avouyi-Dovi *et al*. (2009) montrent qu'en France, les accords salariaux sont signés le plus souvent en décembre et prennent effet en janvier. Au total, les négociations collectives ont un rôle moteur dans l'évolution des salaires car elles déterminent en partie l'ampleur des changements de salaires ainsi que les dates des changements.

1|2 La rigidité des salaires nominaux

La rigidité des salaires nominaux recouvre traditionnellement deux dimensions complémentaires. La rigidité salariale peut, en premier lieu, être définie par le fait que les salaires nominaux varient peu au cours du temps et réagissent avec un certain retard à l'évolution de leurs fondamentaux. Selon l'enquête WDN de 2007, les salaires sont relativement rigides au sens où ils sont modifiés typiquement une fois par année (le salaire de base est modifié une fois par an pour 74 % des entreprises). Les salaires de base sont donc en moyenne fixés pour une durée d'une année, seules 20 % des entreprises indiquent qu'elles changent plus d'une fois par an le salaire de base (cf. tableau 2). Au niveau de la zone euro, 60 % des salaires changent exactement une fois par an et 27 % plus d'une fois par an. Les fréquences observées en France sont donc assez proches de celles des autres pays de la zone euro. L'enquête montre aussi une faible hétérogénéité des fréquences des changements de salaires entre secteurs (BCE, 2009).

Tableau 2 Fréquences des changements de salaires

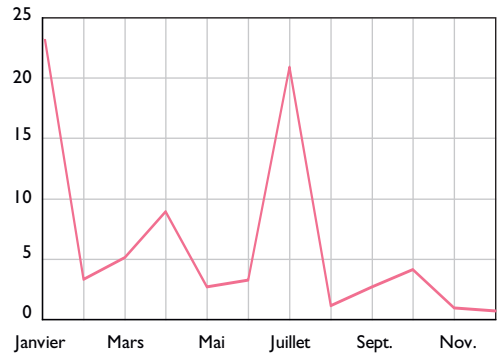
(en %)

	Plus d'une fois par an	Une fois par an	Moins d'une fois par an	Jamais
Ensemble	**20**	**74**	**5**	**1**
Industrie	24	72	4	1
Services	16	76	6	1
PME	17	75	6	1
Grandes entreprises	26	72	2	–

Il existe également une saisonnalité et un échelonnement dans la fixation des salaires. En France, une vaste majorité des entreprises déclare modifier les salaires un mois particulier dans l'année. Les mois de janvier et juillet sont ceux où les changements de salaires sont les plus nombreux (cf. graphique 1). Cet « effet janvier » est lié au calendrier des négociations collectives (cf. section 1|1) alors que le pic de changements de salaires en juillet résulte du mode de revalorisation du SMIC. Ce fait stylisé tend à valider la modélisation des contrats

Graphique 1 Fréquence mensuelle des changements de salaires

(en %)



Note : Le total est égal à 78 %. Le complément correspond aux entreprises n'appliquant pas de règle spécifique.

salariaux proposée par Taylor (1980). Typiquement, les contrats de salaires incluent des clauses de révision du salaire de base avec une périodicité annuelle. Entre deux dates de révision, les salaires sont fixés, et donc déconnectés des évolutions du marché du travail. Ce n'est qu'à la date de révision ultérieure que les ajustements se produisent.

En second lieu, la rigidité salariale peut être appréciée en considérant l'asymétrie de la distribution des changements de salaires. En France, la rigidité « à la baisse » des salaires nominaux est inscrite dans le code du travail. En effet, une baisse du salaire contractuel est une modification d'un élément substantiel du contrat de travail qui nécessite la signature d'un avenant par l'employé. La possibilité pour les entreprises de baisser les salaires nominaux est donc soumise à une procédure très encadrée.

Les données de l'enquête WDN indiquent toutefois que l'absence de rigidité à la baisse des salaires en France n'est pas totale. Interrogées sur leur politique salariale au cours des cinq dernières années, 2 % des entreprises déclarent qu'elles ont eu recours au moins une fois à des baisses des salaires individuels. La distinction entre une baisse de salaire individuel et une erreur de mesure est traditionnellement difficile à effectuer à partir des données individuelles, en raison des effets d'arrondis et de l'effet des changements des conditions de travail [5]. Quoique déclaratives, ces données confirment l'existence d'ajustements salariaux à la baisse. Les baisses de salaires sont plus nombreuses dans l'industrie et ne surviennent qu'en raison d'une dégradation marquée de la situation financière de l'entreprise (cf. section 2|2). Malgré cette rigidité à la baisse, il reste possible pour l'employeur de geler l'évolution des salaires.

1|3 Le degré d'indexation des salaires à l'inflation est incomplet

Le degré d'indexation des salaires à l'inflation est tout d'abord lié à la revalorisation automatique du salaire minimum interprofessionnel de croissance (SMIC) mais également à l'indexation *de facto* des salaires effectuée périodiquement dans le cadre des négociations salariales. Le SMIC est l'unique mécanisme légal d'indexation des salaires à l'inflation [6]. Il est indexé sur l'inflation, et ses revalorisations ne peuvent pas être inférieures à la moitié de l'augmentation du pouvoir d'achat du salaire horaire de base ouvrier [7]. De surcroît, les évolutions du SMIC ont un effet structurant sur les grilles salariales des entreprises. Pour maintenir l'échelle des salaires au sein de l'entreprise, celles-ci peuvent être incitées à augmenter simultanément les salaires au voisinage du SMIC [8].

L'enquête WDN fournit également une mesure du degré d'indexation *de facto* des salaires à l'inflation (cf. tableau 3). Selon cette enquête, environ un tiers des entreprises (32 %) déclarent qu'elles pratiquent une indexation à l'inflation pour revaloriser les salaires : cette indexation est menée au coup par coup au fil des négociations salariales. Par ailleurs, environ 4 %

Tableau 3 Indexation salariale

(en %)

	Indexation automatique complète		Prise en compte		Degré d'indexation
	Inflation passée	Inflation anticipée	Inflation passée	Inflation anticipée	
Ensemble	**4**	**2**	**18**	**8**	**32**
Industrie	4	1	23	10	38
Services	5	2	14	6	27
PME	4	1	20	7	32
Grandes entreprises	6	2	14	10	32

Note : Le degré d'indexation est la somme des proportions de réponses indiquant une indexation automatique complète ou bien une prise en compte de l'inflation.

5 *Passage d'un travail à temps complet vers un temps partiel ou passage d'un travail de nuit vers un travail de jour, par exemple. Voir Biscourp* et al. *(2005) pour plus de détails*

6 *La progression des salaires est soumise à l'interdiction d'une indexation des salaires aux prix ou au SMIC (voir Ordonnance n° 58-1374 du 30 décembre 1958, art. n° 79-3, et l'article L. 3231-3 du code du travail).*

7 *Il peut bénéficier en supplément de coups de pouce discrétionnaires décidés par le Gouvernement. De plus, une revalorisation additionnelle se produit lorsque l'augmentation des prix depuis la dernière revalorisation dépasse les 2 %. Depuis la mise en place de la monnaie unique en 1999, cette dernière disposition ne s'est produite qu'en 2008. La revalorisation intervient le 1er janvier à compter de 2010, en application de la loi du 3 décembre 2008.*

8 *Selon l'étude de Koubi et Lhommeau (2006), une augmentation du SMIC se diffuse en moyenne jusqu'à 1,4 SMIC avec de fortes disparités selon les secteurs.*

des entreprises déclarent disposer d'un mécanisme automatique d'indexation complète des salaires à l'inflation. Les comportements sont sensiblement différents selon les secteurs, car près de 38 % des entreprises de l'industrie déclarent pratiquer une forme d'indexation contre 27 % des entreprises des services. Pour 26 % des entreprises, l'évolution des prix entre en ligne de compte dans la revalorisation des salaires, en fonction soit de l'inflation passée (18 %) soit de l'inflation future anticipée (8 %). Ceci est conforme aux résultats de Heckel *et al.* (2008), qui montrent aussi qu'il existe une indexation à l'inflation passée et future. Le coefficient d'indexation à l'inflation passée est compris entre 20 % et 50 %. Le poids de l'inflation anticipée est de l'ordre de 10 % [9]. Les résultats obtenus à partir des données de l'enquête WDN confirment donc que l'indexation des salaires à l'inflation est incomplète.

Au total, en période de croissance soutenue et d'inflation modérée, les rigidités salariales ne constituent pas une contrainte pour les entreprises. Toutefois, en période de récession et d'inflation nulle, les rigidités salariales peuvent devenir « mordantes ».

2| Confrontées à la crise, les entreprises françaises ont ajusté les effectifs plutôt que les salaires

Au premier semestre 2009, la conjoncture économique a été marquée par une dégradation de l'activité d'une ampleur supérieure à celle observée lors de la récession de 1992-1993 et par une inflation négative. Interrogées sur l'effet de ce changement d'environnement lors de la deuxième vague de l'enquête WDN, les entreprises déclarent être affectées principalement *via* une baisse de la demande. Près de 58 % d'entre elles déclarent faire face à une baisse de leurs ventes, et adoptent principalement des stratégies de réduction des coûts. La réduction du coût du travail est recherchée au moyen de l'ajustement de la composante variable de la rémunération (heures supplémentaires et bonus). Toutefois, cette marge d'ajustement est limitée, et les principaux moyens de réduire le coût du travail sont les variations de l'emploi temporaire, et *in fine* celles de l'emploi permanent.

2|1 Une baisse marquée de la demande

Selon l'enquête WDN, la principale incidence de la crise pour les entreprises est une baisse de la demande : plus de la moitié des entreprises rapportent une diminution des ventes de leur produit principal (cf. tableau 4). En second lieu, les entreprises et notamment les PME, mentionnent des difficultés d'accès au financement bancaire. Enfin, un an après l'entrée en vigueur de la loi de modernisation de l'économie (LME) de 2008 garantissant aux PME le paiement des factures au plus tard 60 jours après qu'elles aient été émises, l'allongement des délais de paiements a davantage affecté les grandes entreprises. Ces résultats sont globalement homogènes selon les secteurs de l'économie.

Pour s'adapter à ce choc de demande, près de la moitié des entreprises ont opéré des réductions des coûts et près d'un tiers ont été contraintes de baisser leur niveau de production. L'ajustement des prix de vente ou des marges commerciales n'est pas considéré comme la principale voie d'ajustement pour une large majorité des entreprises interrogées (cf. tableau 5). Aussi, la baisse de la production s'accompagne

Tableau 4 Incidences de la crise

(Proportion de réponses signalant des difficultés fortes ou très fortes, en %)

	Baisse des ventes	Difficultés d'accès au financement	Délais de paiement	Difficultés d'approvisionnement
Ensemble	**58**	**18**	**18**	**6**
Industrie	60	15	15	9
Services	56	21	21	2
PME	58	19	17	6
Grandes entreprises	57	15	22	7

9 *Horny et Sevestre (2009) utilisent une approche microéconométrique pour étudier simultanément la transmission de l'inflation aux salaires, ainsi que la transmission des hausses des salaires au prix pratiqué par l'entreprise.*

Tableau 5 Stratégies d'adaptation

(Proportion de réponses signalant des réductions parmi les différentes stratégies possibles, en %)

	Réduction					
	Des prix	Des marges	De la production	Des coûts	De la production et des coûts (a)	De la production et des marges (a)
Ensemble	**46**	**50**	**54**	**81**	**35**	**20**
Industrie	42	51	75	88	50	21
Services	50	49	33	75	17	18
PME	50	59	76	84	35	14
Grandes entreprises	40	50	72	91	48	15

(a) Proportion d'entreprises ayant simultanément recours à deux stratégies d'adaptation. Seuls les deux couples de stratégies les plus utilisées sont reportés.
Note : Les sommes par secteur et par taille d'entreprises peuvent être supérieures à 100 %, les questions étant à choix multiples.

dans la moitié des cas d'un recours au chômage technique [10]. Ce dispositif public permet de réduire temporairement la production ainsi que le coût du travail [11]. Au total, le chômage partiel a été utilisé par 20 % des entreprises [12]. Dans les services, les entreprises ont privilégié les stratégies de réduction des coûts. En revanche, les entreprises du secteur de l'industrie ont essentiellement eu recours à des baisses de production ou des coûts. Les comportements sont également différents selon la taille des entreprises : les grandes entreprises ont, comparativement aux PME, une propension plus importante à baisser les coûts.

Les entreprises utilisent parfois plusieurs stratégies simultanément. Le tableau 5 reporte également les deux stratégies les plus utilisées par les entreprises. La réduction de la production est ainsi généralement accompagnée d'une réduction des coûts, ou bien dans une moindre mesure d'une réduction des marges. Les stratégies principales d'ajustement sont donc des stratégies de baisse des quantités plutôt que des stratégies de baisse des prix.

2|2 L'ajustement des coûts n'a pas porté principalement sur les salaires de base…

L'enquête de 2009 indique que le déclenchement de la crise actuelle n'a pas entraîné un surcroît de baisses des salaires de base. En effet, le salaire de base a été diminué dans 1 % des entreprises. Ainsi, les baisses des salaires de base sont aussi peu fréquentes que lors de la période 2002-2007. En revanche, les salaires ont été maintenus inchangés dans une large majorité d'entreprises et ne devraient pas augmenter à court terme (cf. tableau 6). Ainsi, la proportion de gels a fortement augmenté par rapport à la période 2002-2007, où 10 % des entreprises y avaient eu recours. Ces résultats sont communs à de nombreux pays de la zone euro, pour lesquels la proportion des baisses des salaires individuels n'a pas augmenté depuis le début de la crise (hormis en Espagne) alors que la proportion des gels de salaires (hormis en Autriche et aux Pays-Bas) a progressé (BCE, 2009). Le gel des salaires apparaît donc comme un substitut à la baisse, indiquant que les rigidités salariales ont été actives.

Tableau 6 Baisses et gels de salaires

(Proportion d'entreprises déclarant avoir effectué ou prévoyant d'effectuer des baisses ou des gels de salaires, en %)

	Baisses		Gels	
	Effectuées	Prévues	Effectués	Prévus
Ensemble	**1**	**1**	**81**	**78**
Industrie	2	2	80	77
Services	0	1	82	78
PME	1	1	78	77
Grandes entreprises	1	2	86	84

10 *L'enquête inclut une question sur le recours aux dispositifs publics visant à éviter des licenciements ou des réductions de salaire. Le dispositif reporté dans 95 % des cas est le chômage technique.*
11 *Le versement du salaire à l'employé est remplacé par le versement d'une allocation, égale à 50 % de la rémunération horaire brute, à laquelle l'État contribue. Les statistiques de l'INSEE ne permettent pas de mesurer l'effet de ce dispositif.*
12 *En particulier, la proportion d'entreprises ayant eut recours au chômage partiel s'élève à 88 % des entreprises du secteur de la construction automobile.*

Tableau 7 Motifs de la rigidité du salaire de base

(en %)

	Interdiction légale	Baisse		Image de l'entreprise	Départ des meilleurs	Coût de formation du personnel	Difficultés futures à recruter	Maintien du salaire en récession	Comparaisons entre entreprises
		Des efforts	De la motivation						
Ensemble	**58**	**81**	**85**	**52**	**63**	**53**	**48**	**34**	**51**
Industrie	56	84	88	49	49	35	38	38	38
Services	59	78	83	53	72	64	55	31	60
PME	65	84	88	49	61	52	47	39	49
Grandes entreprises	42	72	76	62	69	56	51	17	57

Note : Questions à choix multiples, les données par secteur et par taille d'entreprises peuvent être supérieures à 100%.

L'enquête révèle aussi que les sources de la rigidité des salaires de base résident davantage dans le comportement des entreprises que dans les institutions du marché du travail (cf. tableau 7). Selon les entreprises, l'absence de baisse est liée au maintien de « bonnes incitations ». En particulier, les entreprises font davantage état des conséquences négatives d'éventuelles baisses sur les efforts et la motivation des employés (81 % et 85 %), que des motifs liés au cadre légal (58 %). Ces résultats sont cohérents avec les enquêtes menées auprès des entreprises en Suède lors de la récession du début des années quatre-vingt-dix (cf. Agell et Lundborg, 2003). Toutefois, les motifs de la rigidité des salaires diffèrent selon les secteurs de l'économie. La baisse du salaire de base est considérée dans les services comme un facteur de risque de départ des meilleurs employés (72 %) et de difficultés pour les recrutements futurs (55 %), tandis que dans l'industrie, les entreprises mettent en avant l'effet sur le rendement du travail des salariés.

2|3 …mais en partie sur les éléments variables de la rémunération…

Toutefois, le salaire de base ne constitue qu'une partie de la rémunération des employés. Celle-ci peut en effet comprendre un certain nombre d'éléments variables dépendant de la politique salariale de l'entreprise (octroi de primes individuelles ou collectives, de bonus liés aux résultats ou à la réalisation d'objectifs) ou de l'organisation du travail (heures supplémentaires). Par nature, ces éléments variables introduisent une dose de flexibilité dans l'évolution des coûts salariaux puisqu'ils dépendent soit de l'atteinte d'objectifs éventuellement fixés préalablement en accord avec les employés, soit d'un surcroît temporaire ou saisonnier de l'activité.

L'enquête de 2009 indique que l'ajustement des rémunérations a porté essentiellement sur les composantes variables : heures supplémentaires, primes et compléments de rémunération. Elles ont été ajustées à la baisse dans près d'un tiers des entreprises. Cette marge d'ajustement est cependant limitée au niveau agrégé, car elle représente en moyenne seulement 12 % de la rémunération brute des salariés en 2006 (DARES, 2009).

Tableau 8 Baisses de la part variable des rémunérations

(en %)

	Effectuées	Prévues
Ensemble	**30**	**33**
Industrie	39	44
Services	28	32
PME	28	32
Grandes entreprises	36	35

Note : Questions à choix multiples, les données par secteur et par taille d'entreprises peuvent être supérieures à 100%.

2|4 …et essentiellement sur l'emploi.

Outre les salaires, les entreprises disposent de nombreuses stratégies pour ajuster leur masse salariale. Interrogées sur le principal canal de réduction des coûts, plus de la moitié des entreprises déclarent avoir opté pour une réduction des effectifs, essentiellement l'emploi temporaire (CDD et intérimaires, 32 %) mais également l'emploi permanent (23 %). La stratégie de réduction des coûts dépend notamment du secteur d'activité et de la taille de l'entreprise. Dans l'industrie, la réduction de l'emploi temporaire est privilégiée par plus de la moitié des entreprises. Dans les services, ce sont les réductions de l'emploi permanent (30 %)

Tableau 9 Stratégies de réduction des coûts

(Proportion d'entreprises ayant utilisé comme stratégie principale une des stratégies proposées, en %)

	Salaire de base	Bonus	Employés permanents	Employés temporaires	Heures travaillées	Coûts non-salariaux
Ensemble	**0**	**10**	**23**	**33**	**10**	**24**
Industrie	0	8	11	53	9	19
Services	0	11	31	19	11	28
PME	0	10	23	33	12	22
Grandes entreprises	0	11	23	32	6	28

Note : Les tableaux 6 et 8 indiquent la proportion des entreprises ayant diminué les salaires ou prévoyant de le faire, que ce soit le principal moyen de réduire les coûts ou non. Les résultats sont donc différents de ceux reportés dans le tableau 9.

et des coûts non salariaux (27 %) auxquelles les entreprises ont le plus fréquemment recours.

Au total, l'ajustement du coût de travail a porté essentiellement sur l'emploi, temporaire mais aussi permanent, plutôt que sur les salaires. Face à un choc macroéconomique de forte ampleur et en présence d'inflation faible, le degré de rigidité des salaires de base ne s'est pas assoupli alors même que le chômage a fortement progressé.

Les résultats des enquêtes conduites par la Banque de France sur les modalités d'évolution des salaires ont permis de mettre en évidence le fait que les salaires de base en termes nominaux en France apparaissent relativement rigides.

Cette rigidité, qui apparaît moins marquée que dans les autres pays de la zone euro (Banque centrale européenne, 2009), résulte de la combinaison de deux caractéristiques majeures de la dynamique des salaires. D'une part, les calendriers respectifs des négociations collectives et de la majoration du salaire minimum se traduisent par le fait que la durée séparant deux changements de salaire est en moyenne d'une année, et que les mois de janvier et de juillet sont ceux au cours desquels les hausses de salaires interviennent le plus fréquemment. D'autre part, les entreprises elles-mêmes ne sont pas favorables aux baisses des salaires de base par crainte des effets négatifs qu'ils pourraient entraîner sur la motivation et les efforts de leurs employés.

Les résultats montrent également que, en raison d'une indexation partielle des salaires nominaux à l'inflation, des ajustements de salaires se produisent en termes réels au cours du temps. Ces faits stylisés sont pour l'essentiel communs à l'ensemble de la zone euro et suggèrent qu'une fourchette positive pour l'objectif d'inflation permet à la politique monétaire d'introduire un effet de « fluidification » dans les rouages du marché du travail, de sorte que les salaires réels puissent s'ajuster aux conditions de fonctionnement de ce dernier.

Néanmoins, dans le contexte économique prévalant au premier semestre 2009 et du fait de tensions déflationnistes, cet effet de « fluidification » semble avoir été insuffisant pour permettre aux entreprises de s'ajuster au recul de la demande.

L'enquête sur les stratégies d'ajustement à la crise actuelle conduite durant l'été 2009 suggère en effet qu'en France les entreprises ont réagi à la baisse sensible de leurs ventes en adoptant des politiques associant une baisse de la production et une réduction du coût du travail. Les entreprises ont ajusté leur masse salariale en diminuant la partie variable des rémunérations ainsi que le volume d'heures travaillées, mais surtout en réduisant le nombre d'emplois temporaires et permanents.

Les perspectives d'évolutions salariales apparaissent étroitement liées à celles de l'environnement macroéconomique. Dans un environnement de sortie de crise marqué par un degré d'incertitude élevé, il est probable que les entreprises cherchent des marges d'ajustement supplémentaires. Compte tenu des rigidités salariales, la persistance de l'instabilité macroéconomique pourrait ainsi renforcer la segmentation du marché du travail tant en France que dans les pays de la zone euro. En outre, les entreprises pourraient être enclines à retarder les hausses du salaire de base pour compenser l'absence d'ajustements des salaires nominaux pendant la crise. Ceci renforcerait les perspectives durablement limitées de progression des salaires individuels.

Bibliographie

Agell (J.) et Lundborg (P.) (2003)
"*Survey evidence on wage rigidity and unemployment : Sweden in the 1990s*", *Scandinavian Journal of Economics*, 105 (1), p. 15-29

Avouyi-Dovi (S.), Fougère (D.) et Gautier (E.) (2009)
« Négociation et rigidités salariales en France : une analyse à partir de données individuelles d'accords de salaires », à paraître dans *Économie et Statistique*

Banque centrale européenne (2009)
WDN final report, disponible à l'adresse suivante : *http://www.ecb.int/home/pdf/wdn_finalreport_dec2009.pdf*

Biscourp (P.), Dessy (O.) et Fourcade (N.) (2005)
« Les salaires sont-ils rigides ? Le cas de la France à la fin des années 1990 », *Économie et Statistique*, 386, p. 59-89

Blinder (A.) et Choi Don (H.) (1990)
"*A shred of evidence on theories of wage stickiness*", *The Quarterly Journal of Economics*, 105, 1003–15

Blinder (A.), Canetti (E.), Lebow (D.) et Rudd (J.) (1998)
"*Asking about prices: a new approach to understand price stickiness*", New York, *Russel Sage Foundation*

DARES (2009)
Premières synthèses, n° 31.4, juillet

Dickens (W.), Goette (L.), Groshen (E. L.), Holden (S.), Messina (J.), Schweitzer (M. E.), Turunen (J.), et Ward (M.) (2007)
"*How wages change: microevidence from the international wage flexibility project*", *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 195–214

Heckel (T.), Le Bihan (H.) et Montornès (J.) (2008)
"*Sticky wages. Evidence from quarterly microeconomic data*", *Note d'études et de recherche*, n° 208, Banque de France

Horny (G.) et Sevestre (P.) (2009)
"*Wage and price joint dynamics at the firm level: an empirical analysis*", *Mimeo*, Banque de France

Koubi (M.) et Lhommeau (B.) (2006)
« La revalorisation du SMIC et ses effets de diffusion dans l'échelle des salaires sur la période 2000-2005 », DARES, Premières synthèses

Montornès (J.) et Sauner-Leroy (J.-B.) (2009)
"*Wage setting behavior: additional evidence from an ad-hoc survey*", *document de travail de la BCE*, n° 1102

Taylor (J. B.) (1980)
"*Aggregate Dynamics and Staggered Contracts*", *Journal of Political Economy*, vol. 88 (1), p. 1-23

Tobin (J.) (1972)
"*Inflation and unemployment*", *American Economic Review* 62, p. 1-18

Chute historique de la durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière en 2009, mais rebond prévu en 2010

Résultats de l'enquête menée en 2009 par la Banque de France

Béatrice ROUVREAU et Olivier VIGNA
Direction de la Conjoncture et des Prévisions macroéconomiques
Service du Diagnostic conjoncturel

En 2009, la durée d'utilisation des équipements productifs (DUE) dans l'industrie manufacturière mesurée par l'enquête de la Banque de France est en net repli par rapport à 2008 (– 6,1 %, contre – 2,4 % observé lors de la récession économique de 1993). Cette baisse historiquement inégalée de la DUE en 2009 est évidemment le reflet de la forte dégradation de l'activité industrielle. La DUE diminue tout particulièrement en 2009 dans le secteur de l'automobile et concerne davantage les entreprises d'au moins 500 salariés que les PMI.

De même, le nombre d'entreprises déclarant ne pas pouvoir adapter la DUE à une hausse de la demande est en baisse significative : le premier des obstacles invoqués est le manque de main-d'œuvre qualifiée, particulièrement dans le secteur de l'automobile.

Pour 2010 toutefois, les chefs d'entreprise interrogés envisagent un allongement de 0,8 % de leur DUE, en lien avec la remontée des taux d'utilisation des capacités de production observée sur la période récente.

Mots-clés : Capacité, demande de travail, industrie, production, productivité du capital

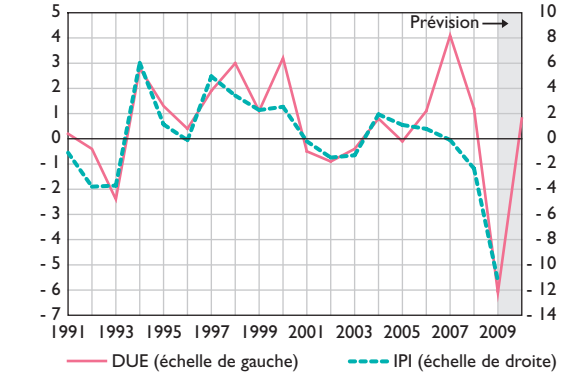
Codes JEL : D21, D24, J21, J23

I | La durée d'utilisation des équipements enregistre un repli inégalé en 2009

La DUE dans l'industrie manufacturière diminue de manière historique en 2009, dans un climat conjoncturel marqué par une récession tout aussi exceptionnelle. La DUE est en effet un des leviers d'action à la disposition des entreprises pour s'adapter à une situation de crise, notamment pour éviter de déclasser des capacités de production ou pour réduire les coûts de production : toutefois, à l'image de la chute du taux d'utilisation des capacités de production ou de la hausse du taux de chômage, la DUE a davantage diminué du fait de la récession de 2009 qu'elle n'avait baissé au cours de la précédente récession de 1993.

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

(glissement annuel à fin septembre en %)



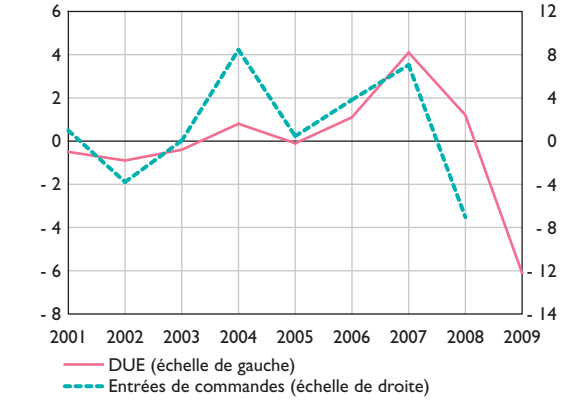
Sources : INSEE, Indice de la production industrielle, Banque de France – DCPM – DIACONJ, enquête sur la DUE

I | I Trois fois plus d'entreprises qu'en 2008 ont diminué leur DUE en 2009

L'évolution de la DUE, mesurée par la Banque de France en septembre de chaque année (cf. encadré 1), est liée à celle du climat conjoncturel dans l'industrie manufacturière (cf. graphiques 1 et 2). Or, la production manufacturière, en glissement annuel à fin septembre, est en recul de 11,3 % en 2009, après – 2,4 % en 2008 et – 0,1 % en 2007 [1]. Cette nette dégradation de l'activité s'est accompagnée d'une contraction marquée, quoique de moindre ampleur, de la DUE : – 6,1 % en 2009, après + 1,2 % en 2008 et + 4,1 % en 2007 (cf. tableau 1). Le secteur le plus touché par cette baisse de la DUE est celui de l'automobile (où le repli atteint – 12,0 % en 2009, après – 2,9 % en 2008), suivi de celui des biens

Graphique 2 Évolution de la DUE et des entrées de commandes dans l'industrie manufacturière

(glissement annuel en %)



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

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

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

	Production industrielle manufacturière			DUE			
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	Prévision 2010
Industrie manufacturière	**- 0,1**	**- 2,4**	**- 11,3**	**+ 4,1**	**+ 1,2**	**- 6,1**	**+ 0,8**
PMI (20 à 499 salariés)				+ 4,1	+ 2,2	- 5,2	+ 1,4
GE (500 salariés et plus)				+ 4,0	+ 0,1	- 7,2	+ 0,1
Industries agricoles et alimentaires (EB)	+ 0,3	+ 1,9	- 4,4	+ 3,3	+ 1,2	+ 2,5	+ 3,0
Biens de consommation (EC)	nd	nd	nd	+ 4,9	+ 0,5	- 5,1	+ 0,5
Industrie automobile (ED)	- 5,3	- 11,6	- 8,6	+ 7,4	- 2,9	- 12,0	- 2,5
Biens d'équipement (EE)	nd	nd	nd	+ 4,2	+ 3,1	- 5,3	+ 1,8
Biens intermédiaires (EF)	nd	nd	nd	+ 3,0	+ 1,6	- 8,3	+ 0,6

nd : données non disponibles du fait du changement de nomenclature INSEE
Champ : Entreprises industrielles manufacturières de 20 salariés et plus
Sources : INSEE, Indice de la production industrielle ; Banque de France – DCPM – DIACONJ, enquête sur la DUE

1 *Mesurée par l'indice de production industrielle calculé par l'INSEE sur le champ de l'industrie manufacturière en France métropolitaine*

ENCADRÉ 1

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

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

Pour 2009, 1 200 établissements industriels, représentant 7,7 % des effectifs salariés des entreprises industrielles manufacturières de 20 salariés ou plus, ont répondu à l'enquête (cf. annexe).

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

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

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

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

La semaine de référence pour les entreprises interrogées est celle du 7 au 13 septembre pour l'année 2009 (du 1er au 7 septembre pour l'année 2008).

Le champ de l'échantillon est constitué par les établissements des secteurs agroalimentaire (catégorie NES 16 « EB »), des biens de consommation (« EC »), de l'automobile (« ED »), des biens d'équipement (« EE ») et des biens intermédiaires (« EF »).

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

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

intermédiaires (où la DUE affiche – 8,3 % en 2009, après + 1,6 % en 2008). Seul le secteur de l'industrie agroalimentaire enregistre un allongement de la DUE en 2009 (+ 2,5 %, après + 1,2 % en 2008). On note par ailleurs que les grandes entreprises industrielles — ayant au moins 500 salariés — enregistrent une

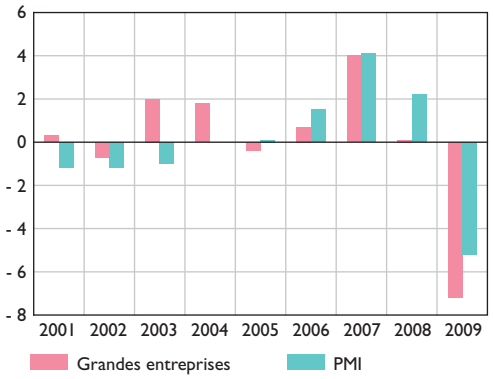
baisse de 7,2 % de la DUE en 2009 (après + 0,1 % en 2008), contre – 5,2 % pour les PMI (après + 2,2 % en 2008) (cf. tableau 1 et graphique 3).

En 2009, 44 % des entreprises déclarent avoir réduit leur DUE, contre 15 % en 2008. Par rapport à 2008, la part des entreprises indiquant une stabilité de leur DUE diminue de 13 points (à 35 % en 2009) ; le nombre d'entreprises enregistrant une hausse de leur DUE est en baisse de 16 points (à 21 % en 2009 ; cf. graphique 4).

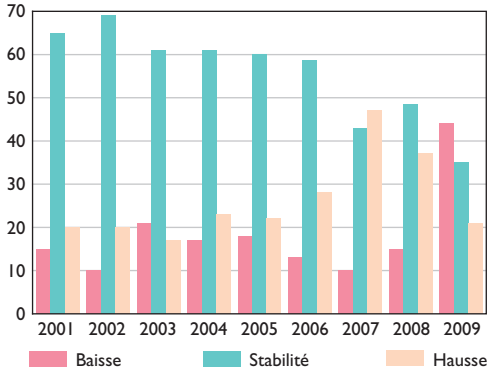
Par secteur (cf. graphiques 5), la part des entreprises déclarant une DUE en baisse en 2009 est particulièrement notable pour l'automobile (61 %), les biens intermédiaires (52 %) et les biens d'équipement (40 %). Ces résultats sont cohérents avec les difficultés conjoncturelles rencontrées par ces secteurs. En réalité, le nombre d'entreprises affichant une stabilité de la DUE en 2009 n'est prépondérant que dans les secteurs de l'agroalimentaire et des biens de consommation.

Graphiques 3 et 4 Évolution de la DUE dans l'industrie manufacturière

Par taille
(glissement annuel en %)



Répartition des réponses entre baisse, stabilité et hausse
(en %)



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

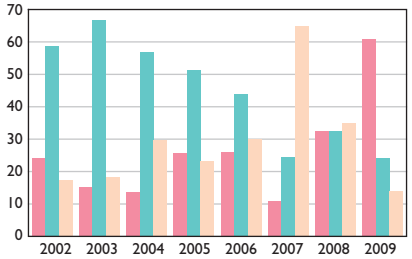
Graphiques 5 Évolution de la DUE par secteur
Répartition des réponses entre baisse, stabilité et hausse

(en %)

a) dans l'agroalimentaire

b) dans les biens de consommation

c) dans l'automobile



d) dans les biens d'équipement

e) dans les biens intermédiaires

Baisse Stabilité Hausse

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

1 | 2 L'ensemble du travail posté se stabilise, mais les entreprises augmentent davantage le travail discontinu

Le recours au travail posté se stabilise. Il concerne 43,9 % des effectifs en 2009, contre 44,0 % en 2008 (cf. tableau 2 et graphique 6). En revanche, le recours au travail discontinu s'accroît (+ 1,4 point, à 23,1 %, part la plus élevée depuis 2000), alors que le travail semi-continu régresse (– 1,4 point, à 13,8 %) et que le recours au travail continu reste stable (à 7,1 %).

En 2009 par rapport à 2008, la part du travail posté perd 0,5 point dans les grandes entreprises mais en gagne autant dans les PMI. Les grandes entreprises réduisent la part du travail semi-continu (– 1,5 point), mais développent le travail discontinu (+ 0,8 point) et stabilisent le recours au travail continu (+ 0,1 point). Les PMI utilisent également davantage le recours au travail discontinu qu'en 2008 (+ 2,3 points), tandis qu'elles diminuent le travail posté semi-continu (– 1,5 point par rapport à 2008). Elles laissent également inchangé le recours au travail continu (– 0,1 point).

Tableau 2 Le travail posté en 2008 et 2009 par taille d'entreprise et par secteur

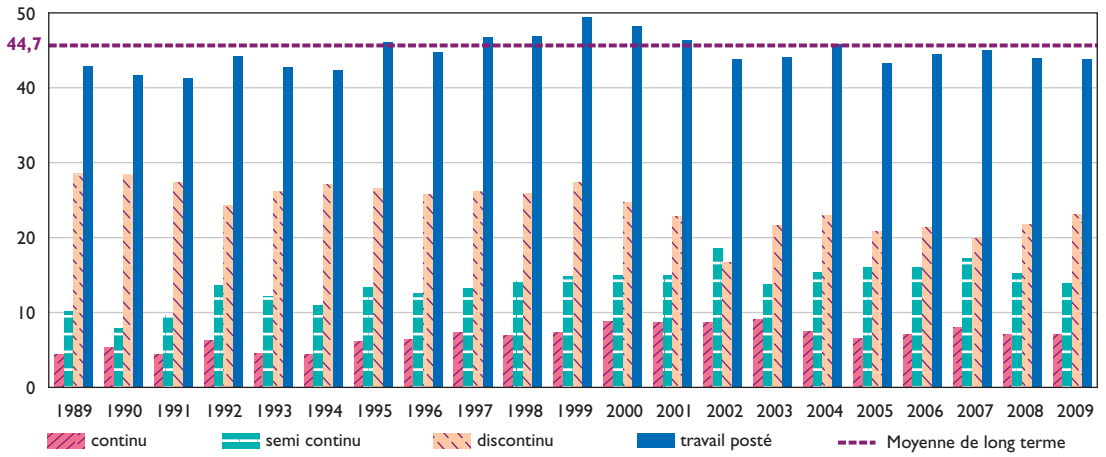
(en % des effectifs totaux)

	Travail posté							
	Total		discontinu		semi-continu		continu	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Industrie manufacturière (20 salariés et plus)	**44,0**	**43,9**	**21,7**	**23,1**	**15,2**	**13,8**	**7,1**	**7,1**
PMI (20 à 499 salariés)	41,4	41,9	19,3	21,6	16,8	15,3	5,2	5,1
GE (500 salariés et plus)	46,3	45,8	23,7	24,5	13,9	12,4	8,7	8,8
Industries agricoles et alimentaires	52,2	45,6	38,5	31,2	11,7	11,1	2,0	3,3
Biens de consommation	34,7	44,4	18,9	27,7	13,3	13,2	2,5	3,5
Industrie automobile	57,9	62,1	30,3	45,5	26,3	15,6	1,3	1,0
Biens d'équipement	28,4	26,8	18,1	13,7	8,2	8,4	2,0	4,7
Biens intermédiaires	48,8	47,2	17,0	19,2	16,9	16,6	14,8	11,3

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

Graphique 6 Evolution sur les vingt dernières années du travail posté dans l'industrie

(en % des effectifs totaux)



Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ

Tableau 3 La structure du travail posté depuis la création de l'enquête

(en % des effectifs totaux)

Part du travail posté	MLT (a) 1989-2009	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
PMI	41,4	35,6	35,6	37,1	42,1	40,6	41,8	42,5	42,1	41,8	43,6	45,5	43,2	42,6	41,0	41,3	41,9	42,7	41,8	42,3	41,4	41,9
GE	47,5	47,9	45,9	45,3	46,4	44,8	43,1	49,1	46,9	50,8	50,5	52,3	52,2	49,8	46,0	46,6	49,2	43,9	47,1	47,8	46,3	45,8
Industrie manufacturière	**44,7**	**42,9**	**41,7**	**41,3**	**44,3**	**42,7**	**42,4**	**46,1**	**44,8**	**46,7**	**46,9**	**49,5**	**48,3**	**46,3**	**43,8**	**44,1**	**45,8**	**43,3**	**44,5**	**45,1**	**44,0**	**43,9**
Travail discontinu	24,2	28,5	28,4	27,3	24,3	26,1	27,1	26,6	25,8	26,1	25,9	27,4	24,6	22,8	16,7	21,6	23,0	20,8	21,4	19,9	21,7	23,1
Travail semi-continu	13,7	10,1	7,9	9,6	13,6	12,1	11,0	13,3	12,6	13,2	14,1	14,8	14,9	14,9	18,5	13,7	15,3	16,0	16,0	17,2	15,2	13,8
Travail continu	6,8	4,4	5,4	4,3	6,3	4,5	4,4	6,2	6,5	7,4	6,9	7,3	8,7	8,6	8,6	9,1	7,5	6,5	7,1	8,0	7,1	7,1

(a) Moyenne de long terme

En 2009 (cf. graphique 6 et tableau 3), la part du travail posté, à 43,9 %, est stable (– 0,1 point) par rapport à 2008, mais reste inférieure de 0,8 point à sa moyenne sur les vingt dernières années, égale à 44,7 %. En 2009 par rapport à leur moyenne 1989-2009, le travail discontinu est inférieur de 1,1 point, contre + 0,1 point pour le travail semi-continu et + 0,3 pour le travail continu.

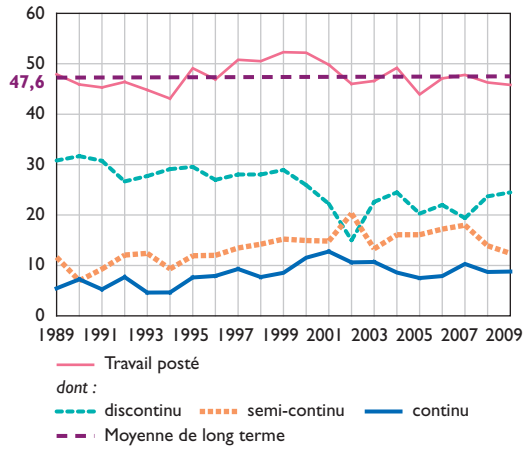
Par secteur, le recours au travail posté est en nette hausse en 2009 par rapport à 2008 pour les biens de consommation (+ 9,7 points) et l'automobile (+ 4,2 points). En revanche, il est en recul dans les autres secteurs, notamment dans celui de l'agroalimentaire. En particulier, le travail discontinu, modalité principale du travail posté dans l'ensemble des secteurs, croît nettement dans l'automobile (+ 15,2 points) et les biens de consommation, mais plus modérément dans les biens intermédiaires. Il se replie dans l'agroalimentaire et les biens d'équipement.

Dans les grandes entreprises (cf. graphique 7), le recours au travail posté en 2009 se situe en deçà de sa moyenne sur 1989-2009 (– 1,7 point). À l'inverse, les PMI (cf. graphique 8) développent le travail posté ; en 2009, il est supérieur de 0,5 point à son niveau moyen.

En 2009, le recours au travail discontinu, la plus utilisée des modalités du travail posté tant pour les grandes entreprises que pour les PMI (cf. tableau 2 *supra*), se rapproche de sa moyenne sur 20 ans (– 1,1 point pour les grandes entreprises et – 1,0 point pour les PMI).

Graphique 7 Évolution du travail posté dans les grandes entreprises de l'industrie manufacturière

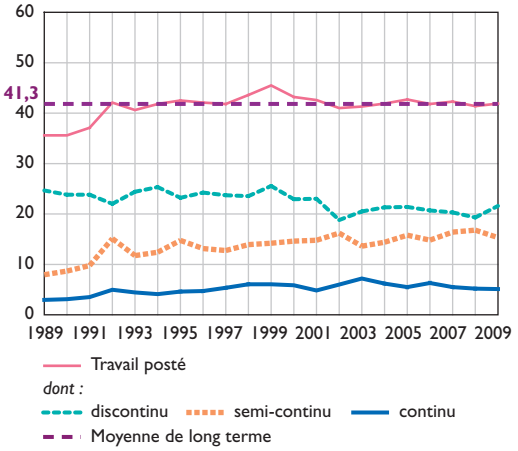
(en % des effectifs totaux)



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

Graphique 8 Évolution du travail posté dans les PMI de l'industrie manufacturière

(en % des effectifs totaux)



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

Tableau 4 La structure du travail posté par secteur

(en % des effectifs totaux)

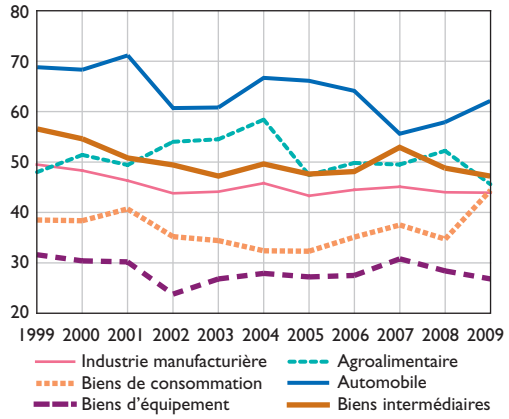
Part du travail posté	MLT 1999-2009	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Industrie manufacturière	**45,3**	**49,5**	**48,3**	**46,3**	**43,8**	**44,1**	**45,8**	**43,3**	**44,5**	**45,1**	**44,0**	**43,9**
Agro-alimentaire	50,9	48,0	51,4	49,4	54,0	54,5	58,4	47,4	49,8	49,5	52,2	45,6
Biens de consommation	36,7	38,5	38,3	40,7	35,2	34,4	32,4	32,3	35,1	37,5	34,7	44,4
Automobile	63,8	68,8	68,3	71,1	60,7	60,8	66,7	66,1	64,1	55,6	57,9	62,1
Biens d'équipement	28,3	31,6	30,4	30,2	23,8	26,8	27,9	27,2	27,5	30,8	28,4	26,8
Biens intermédiaires	50,3	56,6	54,6	50,8	49,4	47,2	49,6	47,6	48,1	52,9	48,8	47,2

Le travail semi-continu régresse : il atteint un niveau en deçà de sa moyenne pour les grandes entreprises (– 1,2 point) mais reste supérieur à son niveau moyen pour les PMI (+ 1,6 point). Par ailleurs, le recours au travail continu se renforce : il est supérieur à son niveau moyen pour les grandes entreprises (+ 0,5 point) et rejoint sa moyenne de longue période pour les PMI.

Sur la période 1999-2009, pour laquelle les données sectorielles sont disponibles, le secteur qui recourt le plus au travail posté est celui de l'automobile (63,8 % en moyenne), suivi de l'agroalimentaire (50,9 %), puis des biens intermédiaires (50,3 %). Seul le secteur des biens de consommation enregistre en 2009 un recours au travail posté supérieur à son niveau moyen sur la période (36,7 %), avec une hausse de 9,7 points en 2009, à 44,4 %, par rapport à 2008 (cf. tableau 4 et graphiques 9 et 10).

Graphique 9 Évolution du travail posté dans l'industrie manufacturière par secteur

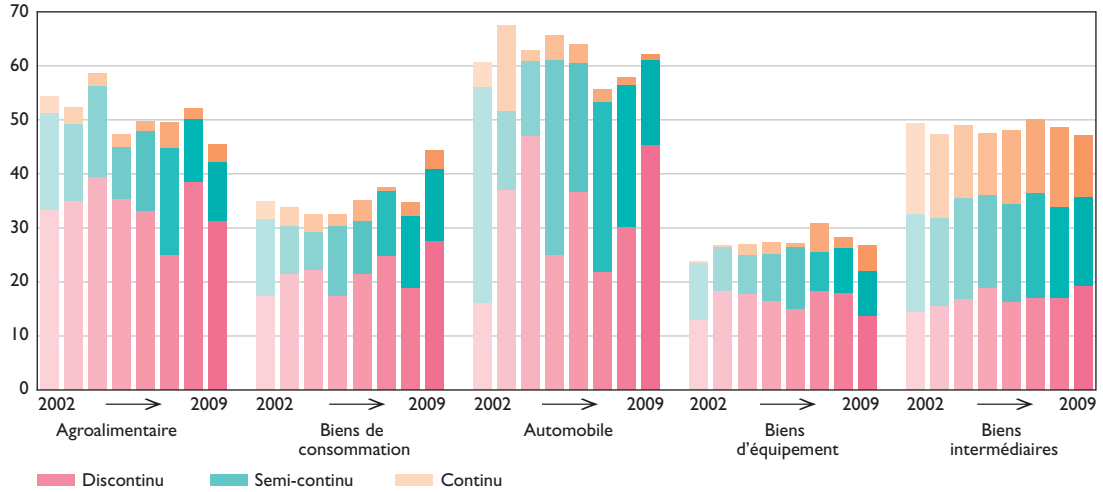
(en % des effectifs totaux)



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

Graphique 10 Structure du travail posté par secteur

(en % des effectifs totaux)



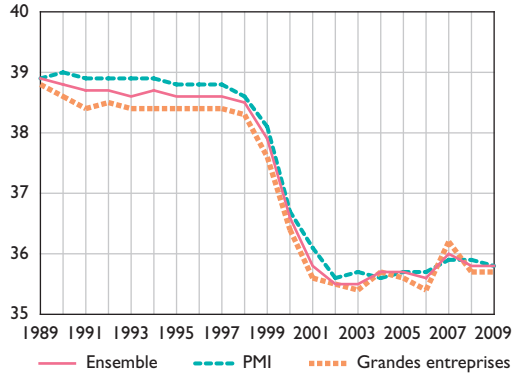
Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ

1|3 La durée hebdomadaire du travail est stable en 2009

La durée hebdomadaire moyenne du travail est stable en 2009 par rapport à 2008 (à 35,8 heures). Les grandes entreprises enregistrent une durée du travail inchangée par rapport à l'année précédente (à 35,7 heures). Dans les PMI, la durée hebdomadaire du travail recule de 0,1 heure (à 35,8 heures) (cf. graphique 11). Par secteur [2] (cf. graphique 12), la durée hebdomadaire diminue depuis 2007 dans l'automobile et les biens d'équipement (pour ces deux secteurs : – 0,3 heure sur un an, à 35,8 heures). Elle progresse légèrement dans les autres secteurs (+ 0,3 heure pour l'agroalimentaire, à 35,5 heures ; + 0,1 heure pour les biens de consommation et les biens intermédiaires, à 35,8 heures).

Graphique 11 Évolution de la durée du travail dans l'industrie manufacturière par taille d'entreprise

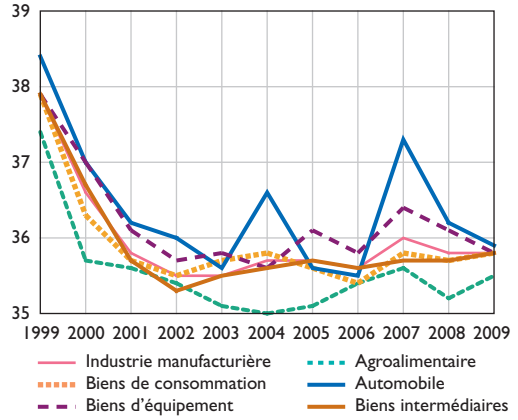
(durée hebdomadaire en heures)



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

Graphique 12 Évolution de la durée du travail dans l'industrie manufacturière par secteur

(durée hebdomadaire en heures)



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

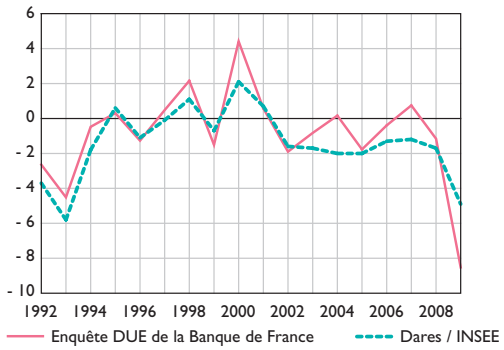
ENCADRÉ 2

L'emploi industriel manufacturier est en net recul en 2009 d'après l'enquête sur la DUE

Selon l'enquête sur la DUE, l'emploi dans l'industrie manufacturière se replie fortement en 2009 : en septembre 2009, il diminue de 8,5 % par rapport à la même période de 2008 (après – 1,2 % [1] en septembre 2008 par rapport à la même période de 2007). Cette donnée est corroborée par d'autres sources statistiques (Dares/INSEE [2]).

Évolution des effectifs salariés de l'industrie manufacturière

(glissement annuel à fin septembre en %)



Sources : Banque de France – DCPM – DIACONJ, enquête sur la DUE ; *Dares/INSEE, Emploi salarié dans le secteur concurrentiel, 10 décembre 2009*

1 *D'après les statistiques trimestrielles Dares/INSEE, en glissement annuel, l'emploi industriel manufacturier se replie de 4,9 % fin septembre 2009, après – 1,7 % fin septembre 2008.*

2 *Ministère du travail, des relations sociales et de la solidarité, Dares, Enquête Acemo au troisième trimestre de 2009, résultats révisés, 10 décembre 2009*

2 *D'après l'«* Enquête sur l'activité et les conditions d'emploi de la main-d'œuvre *» (Acemo) réalisée par la Dares, la durée hebdomadaire collective moyenne du travail dans l'industrie totale est stable entre septembre 2008 et septembre 2009, à 35,3 heures.*

2| Les obstacles à l'allongement de la DUE

2|1 Moins d'entreprises déclarent ne pas pouvoir adapter la DUE à une augmentation de la demande

En 2009, 36 % des entreprises interrogées par la Banque de France estiment se heurter à des obstacles ou à des freins si elles souhaitaient allonger la DUE pour répondre à un accroissement de la demande, contre 53 % en 2008 (cf. tableau 5). Ces obstacles empêcheraient 43 % de ces entreprises de porter la DUE au niveau désiré [3], contre 55 % en 2008.

Ces rigidités concernent autant les PMI que les grandes entreprises. Cependant, les PMI éprouveraient le plus de difficultés à s'en affranchir ; les obstacles sont jugés limitatifs pour 54 % des PMI, contre 31 % pour les grandes entreprises.

Tableau 5 Rigidités à l'allongement de la DUE par taille d'entreprise et par secteur

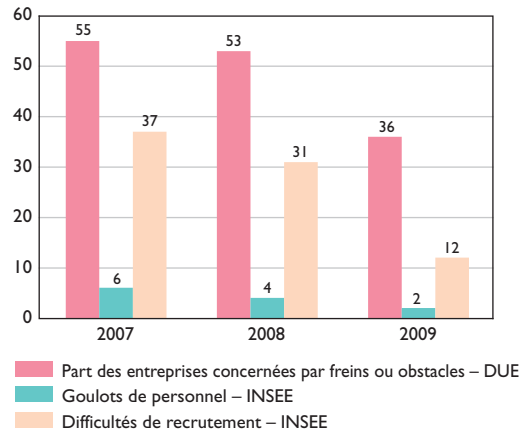
(en %)

	2000		2008		2009	
Part des entreprises	... concernées par freins ou obstacles	... dont les considérant limitatifs	... concernées par freins ou obstacles	... dont les considérant limitatifs	... concernées par freins ou obstacles	... dont les considérant limitatifs
Industrie manufacturière	**66**	**64**	**53**	**55**	**36**	**43**
PMI (20 à 499 salariés)	59	63	53	60	36	54
GE (500 salariés et plus)	75	64	54	50	37	31
Industries agricoles et alimentaires	62	59	62	39	50	32
Biens de consommation	62	54	52	65	29	53
Industrie automobile	90	75	31	66	24	18
Biens d'équipement	60	68	57	62	42	55
Biens intermédiaires	68	64	55	52	35	41

Champ : Industrie manufacturière, entreprises de 20 salariés et plus
Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ, Enquête sur la durée d'utilisation des équipements

Graphique 13 Rigidités à l'allongement de la DUE dans l'industrie manufacturière

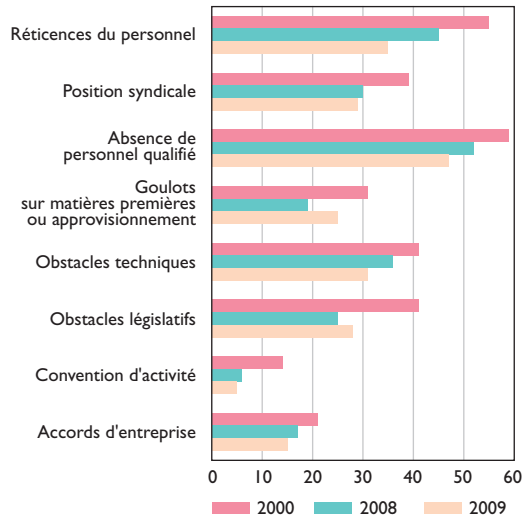
(en %)



Source : Banque de France, DCPM DIACONJ, enquête sur la durée d'utilisation des équipements ; INSEE, enquête trimestrielle de conjoncture dans l'industrie

Graphique 14 Part des obstacles rencontrés par les entreprisses

(en %)

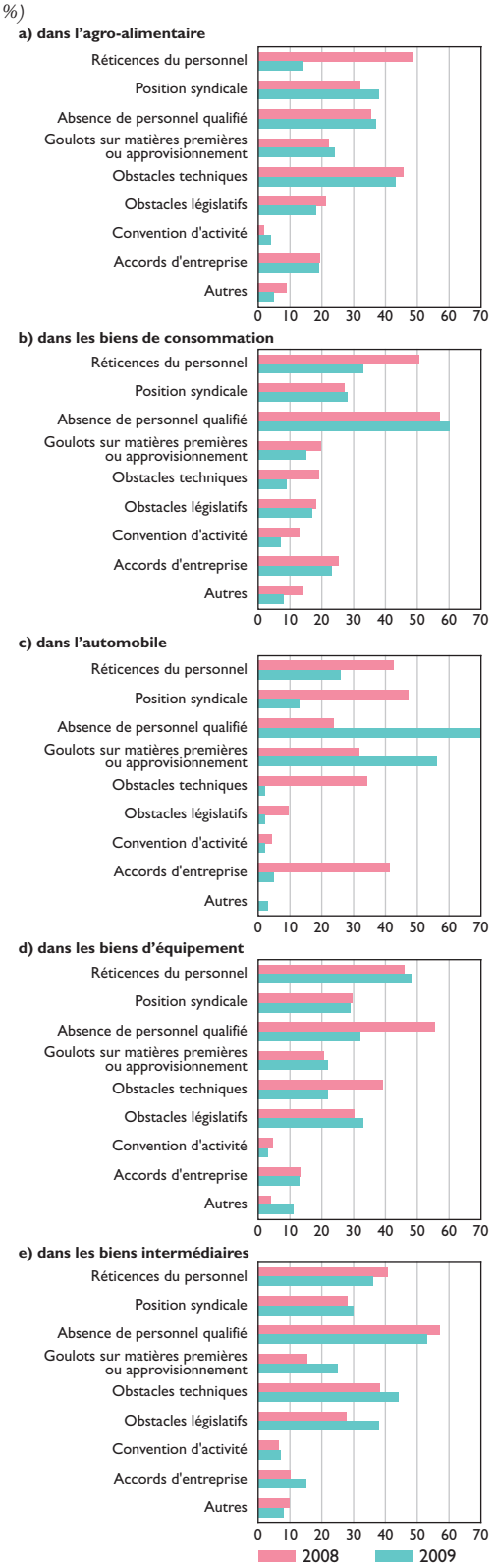


Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ, enquête sur la DUE

3 *Dans l'enquête trimestrielle de conjoncture dans l'industrie de l'INSEE d'octobre 2009, dans le secteur manufacturier, l'appareil de production a été nettement moins sollicité qu'en 2008 : la proportion d'entreprises mentionnant des goulots de production atteint 14 % au troisième trimestre 2009 (contre 24 % un an auparavant), soit un niveau très inférieur à sa moyenne de longue période (à 21 %). En outre, la part d'entreprises considérant leur capacité de production comme étant plus que suffisante dépasse de 37 points la proportion de celles qui considèrent leur capacité non suffisante (soit plus du double de l'écart de 2008) ; cet écart est aussi nettement supérieur à sa moyenne de long terme (16). La proportion d'entreprises confrontées à des difficultés d'offre diminue de plus de moitié par rapport à octobre 2008 et se situe très en deçà de sa moyenne de long terme. À l'inverse, la part d'entreprises confrontées à des difficultés de demande progresse sensiblement sur un an, à un niveau très supérieur à sa moyenne de long terme.*

Graphiques 15 Part des obstacles à l'allongement de la DUE par secteur

(en %)



Par rapport à l'année 2000 [4], où les deux tiers des entreprises (et les trois quarts des grandes) se disaient concernées par des freins ou des obstacles à l'allongement de la DUE, le nombre d'entreprises se heurtant à des freins ou des obstacles a donc diminué quasiment de moitié en 2009. Les obstacles sont également deux fois moins contraignants qu'en 2000 pour les grandes entreprises (37 % en 2009, contre 75 % en 2000) ; pour les PMI, la part subissant des contraintes est aussi en recul mais à un moindre degré (36 % en 2009, contre 59 % en 2000).

En 2009, tous les secteurs enregistrent une baisse du nombre d'entreprises confrontées à des obstacles ou à des freins par rapport à 2008, notamment les biens de consommation et les biens intermédiaires. Ces obstacles sont également moins bloquants qu'en 2008, en particulier dans l'automobile (18 % en 2009, contre 66 % en 2008).

Sur la période 2000-2009, les difficultés pour allonger la DUE se sont fortement réduites dans l'automobile, qui était alors et de très loin le secteur le plus touché (à hauteur de 90 % des entreprises en 2000, contre une moyenne dans l'industrie manufacturière de 66 %). Elles sont également en net repli dans les autres secteurs. En outre, les entreprises concernées éprouvent moins de difficultés à s'en affranchir, surtout dans l'automobile (18 % en 2009, contre 75 % en 2000).

2 | 2 Le manque de main-d'œuvre qualifiée demeure la première cause de difficulté à augmenter la DUE

En 2009, parmi une liste de huit obstacles proposés comme facteurs explicatifs à la difficulté à augmenter la DUE en cas de reprise de la demande, le nombre moyen de réponses sélectionnées a diminué depuis 2000 (cf. tableau 6), passant de 3,1 à 2,4 : ceci peut également illustrer, en période de crise caractérisée par des capacités de production largement inutilisées, la difficulté à cerner le besoin d'augmenter la DUE. Les entreprises déplorent en premier lieu le manque de main-d'œuvre qualifiée. Cet obstacle est en particulier cité par 70 % des entreprises concernées du secteur de l'automobile (contre 24 % en 2008).

Viennent ensuite les réticences du personnel, mais dans une proportion en recul dans tous les secteurs en 2009 par rapport à 2008, à l'exception des biens

4 *Question posée pour la première fois en 2000*

Tableau 6 Obstacles ou freins à l'allongement de la DUE
Part des entreprises sélectionnant chaque obstacle ou frein parmi les entreprises déclarant en subir

(en %)

	2000	2009
Absence de personnel qualifié	59	47
Réticences du personnel	55	35
Obstacles techniques	41	31
Position syndicale	39	29
Obstacle législatif ou réglementaire	41	28
Goulots d'étranglement sur les matières premières ou les approvisionnements	31	25
Autres	51	8
Accords d'entreprises	21	15
Accords ou conventions de branche ou d'activité	14	5
Nombre moyen de réponses sélectionnées	**3,1**	**2,4**

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

d'équipement. Puis sont invoqués les obstacles techniques, la position syndicale, les obstacles législatifs ou réglementaires et les goulots d'étranglement sur les matières premières ou les approvisionnements. Les accords d'entreprises et les accords ou conventions de branche ou d'activité sont les obstacles les moins cités.

3| En septembre 2009, les chefs d'entreprises prévoient une hausse modérée de la DUE en 2010

3|1 Les tensions sur les capacités productives se sont très nettement affaiblies en 2009

Le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) a baissé de 6,9 points en 2009 par rapport à celui de l'enquête de 2008, après – 1,2 point un an auparavant. La chute de la production manufacturière en 2009 suscite en effet un affaiblissement des tensions sur les capacités productives (cf. encadré 3).

ENCADRÉ 3

Le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) dans l'enquête DUE

La réponse sur le TUC suggère que l'activité des entreprises se situe à un niveau historiquement bas en septembre 2009 (70,7 %). Ceci indiquerait que l'industrie manufacturière resterait dans une période d'affaiblissement des tensions sur les capacités productives.

La question relative au TUC dans l'enquête sur la DUE est devenue plus « directe » depuis 2007 :

« Dans la première semaine complète du mois de septembre, quel pourcentage de vos capacités de production disponibles a été utilisé ? » [1]

Posée directement et non plus en termes de marge, afin d'être interprétable plus directement par les entreprises, la question devient homogène à celle de l'Enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France (EMC). Un changement similaire, intervenu dans l'enquête trimestrielle dans l'industrie de l'INSEE en janvier 2004, a entraîné une rupture de série à la baisse de près de 3 points [2].

1 *Question posée jusqu'à septembre 2006 : « Si le marché (vos débouchés) le permettait, de quel pourcentage pourriez-vous augmenter la production totale de votre établissement, avec les équipements productifs installés ? »*
Le TUC (question actuelle) et la marge (ancienne question) sont reliés par la relation : TUC = 100 / [1+ marge/100]).
2 *INSEE (2004), « Enquête trimestrielle dans l'industrie – avril 2004 – »,* Informations rapides *n° 142, 4 mai*

D'après l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France (EMC), le TUC diminue en moyenne annuelle de 8,7 points entre 2008 et 2009 (après – 3,9 points en 2008), pour atteindre 72,1 % en 2009, soit – 10,1 points en deçà de sa moyenne de longue période (cf. graphique 16). Ce repli touche tous les secteurs. Le secteur dont le TUC recule le plus en 2009 est celui de l'automobile ; il perd 13,1 points sur un an (après – 8,4 points en 2008) et se situe à – 16,1 points en deçà de sa moyenne de long terme. Viennent ensuite le TUC des biens intermédiaires, en baisse de 11 points en 2009 par rapport à 2008, et celui des biens d'équipement, en recul de 10 points sur la même période.

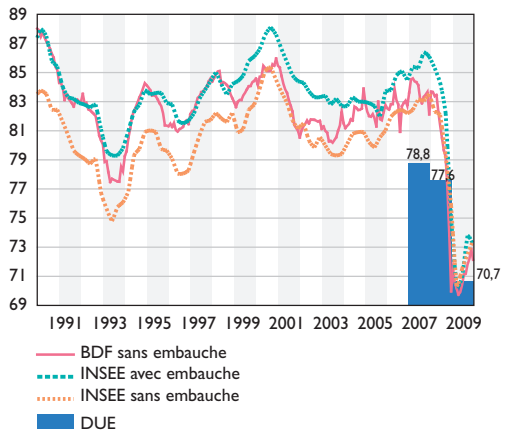
3|2 Les chefs d'entreprise prévoient un allongement limité de la DUE en 2010

En septembre 2009, 44 % des entreprises prévoient une stabilité de la DUE au cours des douze prochains mois. En 2010, la DUE dans l'industrie manufacturière enregistrerait une hausse modérée de 0,8 %. Une telle prévision sur l'évolution de la DUE peut s'interpréter tantôt comme permettant d'atténuer les tensions sur les capacités, sans revêtir le caractère irréversible et coûteux que présente l'investissement [5], tantôt comme un retour progressif vers une situation normale. Cependant, le secteur de l'automobile envisage un recul de la DUE en 2010, à – 2,5 % (cf. tableau 1). Par taille, les PMI envisagent un allongement de leur DUE plus important en 2010 que celui prévu par les grandes entreprises (+ 1,4 % pour les PMI, contre + 0,1 % pour les grandes entreprises).

S'agissant de la prévision de variation de la DUE pour 2010 par rapport à la prévision formulée en 2009, les réponses signalant une baisse progressent de 7 points pour concerner 25 % des entreprises ; la proportion des réponses en faveur de la stabilité diminue de 5 points, à 44 %, mais reste majoritaire ; les prévisions de hausse reculent de 2 points, à 31 % (cf. graphique 17).

Graphique 16 Taux d'utilisation des capacités de production (TUC)

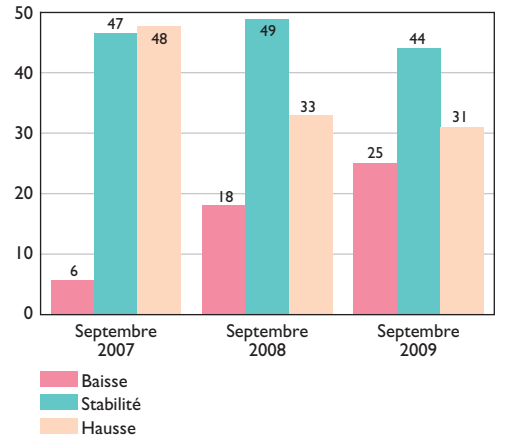
(en %)



Source : Banque de France – DESS – SEEC, enquête mensuelle de conjoncture *(EMC)*

Graphique 17 Évolution de la DUE prévue au cours de l'année à venir
Répartition des réponses entre baisse, stabilité et hausse

(en %, septembre n à septembre n + 1)



Note : Le rapprochement, pour les années 2008 et 2009, de l'évolution prévue pour l'année (n + 1) dans l'enquête de l'année n (graphique 18) de celle de l'évolution passée déclarée pour l'année n dans l'enquête de l'année (n + 1) (graphique 2) montre qu'entre prévision et réalisation, la proportion de réponses « baisse » augmente et que la hiérarchie des trois modalités « baisse » / « stabilité » / « hausse » peut évoluer.
Source : Banque de France – DCPM – DIACONJ, enquête sur la DUE

5 *D'après l'enquête sur les investissements dans l'industrie réalisée par l'INSEE en janvier 2010, les chefs d'entreprise prévoient une hausse de 1 % de l'investissement en valeur en 2010 dans l'industrie manufacturière, après – 27 % en 2009.*

Annexe

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

(en nombre, taux en %)

	Population totale		Échantillon de l'enquête sur la DUE		
	Nombre d'entreprises	Effectifs	Nombre d'entreprises	Effectifs	Taux de couverture en termes d'effectifs
Industrie manufacturière	**22 429**	**2 907 255**	**1 200**	**224 658**	**7,7**
PMI (20 à 499 salariés)	21 540	1 592 960	1 105	125 034	7,8
GE (500 salariés et plus)	889	1 314 295	95	99 624	7,6
Industries agricoles et alimentaires (EB)	2 600	365 171	148	26 581	7,3
Biens de consommation (EC)	3 964	457 601	169	26 047	5,7
Industrie automobile (ED)	535	287 645	45	27 345	9,5
Biens d'équipement (EE)	5 118	666 148	247	47 843	7,2
Biens intermédiaires (EF)	10 212	1 130 690	591	96 842	8,6

Champ : Industrie manufacturière, entreprises de 20 salariés et plus
Note : Les taux de couverture sont calculés par référence aux statistiques exhaustives d'effectifs de l'INSEE.

Bibliographie

Anxo (D.), Bosch (G.), Bosworth (D.), Cette (G.), Sterner (T.) et Taddéi (D.) (1995)
« Horaires de travail et durée d'utilisation des équipements : quelques aspects théoriques », *Économie et Statistique*, n° 287, p. 37-43, juillet

Cette (G.) et Taddéi (D.) (1995)
« Durée d'utilisation des équipements industriels : mesure et éléments de comparaison internationale », *Économie et Statistique*, n° 287, p. 27-36, juillet

Gaudichau (I.), Rouvreau (B.) et Vigna (O.) (2009)
« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2008 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 175, 1er trimestre

Les marchés immobiliers après la crise : quelles leçons pour la macroéconomie ?

Olivier de BANDT, Laurent FERRARA et Olivier VIGNA
Direction de la Conjoncture et des Prévisions macroéconomiques

La crise mondiale qui a sévèrement frappé la plupart des économies en 2008-2009 a mis en lumière l'immobilier comme un facteur potentiellement aggravant, sinon déclencheur dans certains pays, de déséquilibres ou de dysfonctionnements économiques majeurs, et pas seulement outre-Atlantique. Au sein de la zone euro même, plusieurs économies ont en effet souffert, voire continuent de souffrir, d'une situation très déprimée de leur marché immobilier.

Or, dans la mesure où les fluctuations de l'activité ou des prix sur les marchés immobiliers affectent les comportements d'investissement ou de consommation, et in fine*, le niveau général des prix, se pose la question de leur impact sur la politique monétaire et la stabilité financière. C'était l'objet du colloque international organisé les 3 et 4 décembre 2009 à Paris par la Banque de France, en liaison avec les banques centrales des trois autres plus grands pays de la zone euro, à savoir la Banque centrale allemande, la Banque d'Italie et la Banque d'Espagne.*

La conclusion de la conférence est que d'une part les cycles immobiliers sont encore relativement hétérogènes entre pays (avec un rôle particulier de l'Allemagne), même si l'on observe un rapprochement sensible depuis la création de l'Union monétaire et que d'autre part les marchés immobiliers sont à l'origine de chocs macroéconomiques importants, comme l'a montré la crise actuelle. Tout cela justifie donc un suivi régulier des marchés immobiliers par les autorités chargées de la politique monétaire unique et de la stabilité financière.

Les deux journées du colloque ont été organisées en quatre sessions sur les thèmes suivants : analyse cyclique des marchés immobiliers, modélisation, effets de richesse et intérêts pour la politique monétaire et la stabilité financière. Les travaux de recherche, qui avaient associé les économistes des quatre banques centrales de la zone euro, ont été discutés par des représentants d'institutions internationales, des universitaires de haut niveau et des chercheurs des banques centrales. Chaque journée, les débats ont été ouverts par une « lecture » introductive : par Matteo Iacoviello (Boston College, États-Unis) sur les conclusions des modèles macroéconomiques de dernière génération incluant un secteur immobilier et par John Muellbauer (Université d'Oxford, Royaume-Uni) sur les « effets de richesse ».

Mots-clés : Immobilier, cycles, effet de richesse, stabilité financière

Codes JEL : E21, E32, R21, R31, G01

1| L'immobilier est-il un indicateur avancé de la conjoncture économique ?

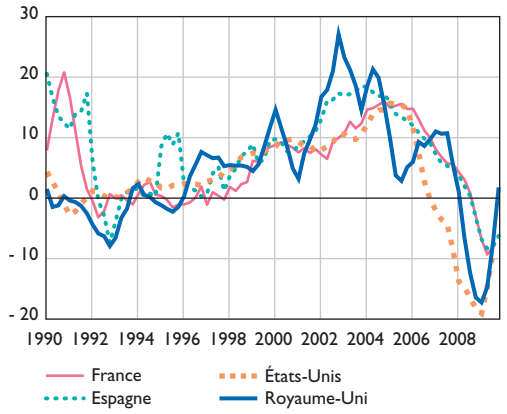
En lecture introductive, Matteo Iacoviello (Boston College) a souligné combien l'immobilier était souvent mésestimé dans la recherche économique, alors que, aux États-Unis par exemple, il représente la moitié du stock total de capital, que l'encours de l'endettement immobilier est d'un montant comparable à celui de l'endettement public et que la volatilité des prix immobiliers est au moins deux fois supérieure à celle de l'inflation. Selon Matteo Iacoviello, sur la base de modèles dynamiques d'équilibre général (DSGE), la hausse des prix immobiliers, surtout due à la faiblesse du progrès technique dans la construction, a contribué aux États-Unis à hauteur de 0,5 point par an à la croissance de la consommation privée de 2002 à 2004. Il importe en conséquence de mieux analyser la formation des prix immobiliers, dont les fluctuations sont plus relativement inertes que sur les marchés financiers, en introduisant plus efficacement les anticipations, la confiance des acteurs et d'autres facteurs financiers (effets de richesse, critères d'octroi des crédits et capacité d'offre bancaire).

Les travaux présentés dans la première session ont ensuite étudié les liens entre les cycles immobiliers et l'activité économique générale de certains pays. Si les fluctuations de l'activité précèdent celles du marché immobilier en Italie d'après Guido Bulligan (Banque d'Italie), le cas français, selon Laurent Ferrara et Olivier Vigna (Banque de France), tend au contraire, d'une part, à conférer au marché immobilier le caractère d'indicateur avancé par rapport au cycle économique, ce qui est utile pour la prévision de l'activité en général, et, d'autre part, à souligner les facteurs de résistance à la baisse présents en France, expliquant pourquoi les prix de l'immobilier ont moins baissé en France que dans d'autres pays. Pour l'Espagne, le caractère d'indicateur avancé de l'immobilier est également démontré par Luis Alvarez et Alberto Cabrero (Banque d'Espagne).

Pourtant, analyser la dimension internationale des évolutions des marchés immobiliers est capital. Entre les quatre principaux pays de la zone euro, il existe un cycle commun du PIB, mais les cycles immobiliers sont encore largement spécifiques à chaque pays, même si les cycles économiques et immobiliers convergent entre les pays depuis la naissance de l'euro, selon le travail conjoint mené par Laurent Ferrara (Banque de France), Guido Bulligan (Banque d'Italie), Luis Alvarez (Banque d'Espagne) et Harald Stahl (Banque centrale allemande). Ces conclusions sont confirmées par Siem Jan Koopman (Université d'Amsterdam) et Laurent Ferrara (Banque de France), qui montrent, pour l'Espagne, une dépendance du PIB envers le marché immobilier résidentiel plus forte qu'ailleurs. Élargie aux pays de l'OCDE, l'analyse d'Olivier de Bandt (Banque de France), Karim Barhoumi (Banque de France) et Catherine Bruneau (Université Paris-Ouest Nanterre et Banque de France) souligne l'existence de puissants facteurs de transmission internationale des variations de prix immobiliers, notamment en cas de chocs d'abord apparus aux États-Unis (cf. graphique 1).

Graphique 1 Évolution des prix de l'immobilier

(glissement annuel, en %)



Source : INSEE (France), ministère du Logement (Espagne), Halifax (Royaume-Uni), Case-Shiller (États-Unis)

2| Comment expliquer les fluctuations de l'immobilier ?

La deuxième session était consacrée à l'approfondissement des déterminants structurels du marché immobilier et à leur impact sur l'économie. Rémy Lecat et Pamfili Antipa (Banque de France) ont présenté un modèle indiquant, en France comme en Espagne, une surévaluation des prix immobiliers d'environ 20 % compte tenu de l'évolution des variables fondamentales généralement retenues dans la littérature (revenu des ménages, stock de logements,

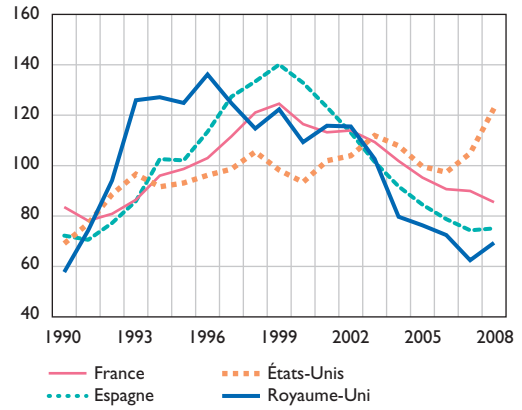
taux d'intérêt). Toutefois, la surévaluation est significativement réduite si l'on introduit d'autres indicateurs mesurant l'évolution des facteurs financiers et démographiques. Thomas Knetsch (Banque centrale allemande), pour l'Allemagne, analyse l'influence durable de la réunification sur l'immobilier, montrant que les aides publiques au secteur du logement ont rendu l'investissement des ménages en logement moins sensible à l'évolution de leur revenu disponible.

L'existence d'un tel lien entre les politiques publiques d'aides au logement et la dynamique du marché immobilier est corroborée, pour la France, par Pamfili Antipa et Christophe Schalck (Banque de France) : selon ces travaux, pour influencer l'investissement résidentiel et stabiliser le cycle immobilier, les instruments les plus adaptés sont les subventions, notamment les avantages fiscaux et l'abaissement du taux d'intérêt. Dans tous les pays, plus généralement, la capacité d'achat immobilier des ménages, mesurée par le nombre de m² qu'un ménage peut acquérir compte tenu notamment du prix de l'immobilier, des taux d'intérêt, du revenu disponible et de la durée moyenne des prêts immobiliers consentis, a suivi des évolutions assez proches dans les pays ayant connu une forte hausse des prix de l'immobilier (cf. graphique 2).

Cette question centrale des taux d'intérêt a aussi été traitée par Angel Gavilan, Oscar Arca et Jose Manuel Campa (Banque d'Espagne), afin de déterminer, au sein de l'économie nationale, le poids du secteur immobilier par rapport aux autres secteurs productifs. Selon eux, les investisseurs arbitrent entre les secteurs dans lesquels ils allouent leur épargne selon, d'une part, la rente qu'ils pourront retirer de leur investissement et, d'autre part, la taille du projet qu'ils ont les moyens de financer : si les taux d'intérêt baissent depuis un niveau initial déjà bas, les investissements se tourneront vers les secteurs offrant les meilleures conditions de financement, elles-mêmes liées aux garanties réelles qu'elles offrent, même si ce secteur (comme l'immobilier) n'est pas le plus productif ; à l'inverse, l'effet taille prédominera si les taux d'intérêt sont élevés, puisque les fonds seront alors alloués aux secteurs offrant un retour sur investissement le plus élevé possible. De telles conclusions paraissent indubitablement applicables à la situation espagnole aux cours des dernières années, caractérisées par de très importants investissements dirigés vers le secteur immobilier, eux-mêmes stimulés par des taux d'intérêt réels très attractifs.

Graphique 2 Capacité d'achat immobilier des ménages

(en m²)



Note : 100 correspond à la moyenne 1990-2008 pour France et Espagne et à la moyenne 1er trimestre 1990 – 3eme trimestre 2009 pour États-Unis et Royaume-Uni.
Source : Calculs Banque de France

Pour l'Italie, Filipo Scoccianti (Banque d'Italie) complète ce rôle favorable joué par des taux d'intérêts réels bas en introduisant l'influence née du relâchement des exigences d'apport personnel : ces travaux concluent que les ménages parvenant à accéder à la propriété sont gagnants dans la mesure où cet assouplissement des conditions de financement leur permet d'absorber l'impact négatif, pour leur capacité d'achat, de la hausse des prix immobiliers. De même, sont évidemment aussi gagnants les ménages déjà propriétaires de leur logement, dont le capital s'apprécie.

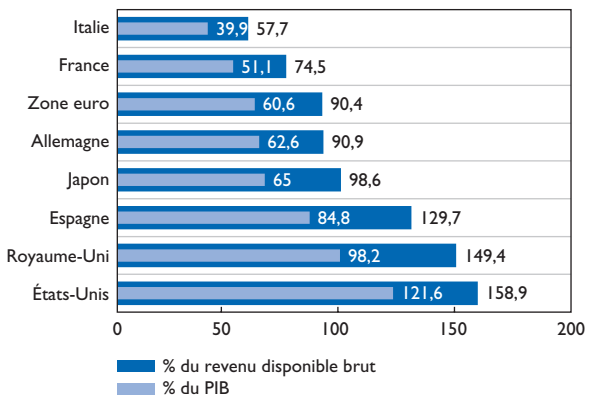
3| Quel effet de richesse l'immobilier procure-t-il ?

Afin d'apprécier les liens entre l'immobilier, l'accès au crédit et la consommation des ménages, John Mullbauer (Université d'Oxford), dans sa lecture introductive, a rappelé ce que la crise économique de 2008-2009 devait à l'immobilier : si la demande de logements baisse (parce que la hausse passée des prix finit par exclure de l'accession à la propriété un plus grand nombre de candidats), leurs prix et la production dans le secteur de la construction également, ce qui ralentit la consommation privée et donc la croissance dans son ensemble. Toutefois, l'impact final de cette baisse parfois brutale des prix

de l'immobilier dépend, pour un pays, d'une part de l'importance des propriétaires par rapport aux locataires, d'autre part de la structure du système financier, notamment en ce qui concerne l'offre de financements. En effet, une chute des prix de l'immobilier peut s'accompagner d'une baisse du coût du logement pour les locataires et/ou d'un accès redevenu plus facile des candidats à la propriété : or, ces deux cas sont susceptibles de stimuler la consommation, puisque les dépenses contraintes consacrées à l'habitation (en location ou en propriété) sont moindres qu'antérieurement. À l'inverse, dans un pays caractérisé par un fort développement des prêts bancaires, dont le montant est fonction de la valeur du bien immobilier financé ou apporté en garantie, une baisse des prix immobiliers appauvrit la valeur actualisée de la garantie. En particulier, États-Unis et Royaume-Uni se caractérisent par un impact significatif des taux d'intérêt sur la consommation privée, tandis qu'au Japon, cette dernière a été plutôt affectée par la montée de la dette publique, qui a stimulé l'épargne des ménages (effets dits « ricardiens »).

La mesure des effets de richesse, c'est-à-dire l'influence de l'évolution de la richesse immobilière sur la consommation et inversement, a été aussi étudiée de façon plus spécifique pour trois pays au début de la troisième session : en France (Valérie Chauvin et Olivier Damette, Banque de France), en Italie (Antonio Bassanetti et Francesco Zollino, Banque d'Italie) et aux États-Unis (Simon Dubecq et Imen Ghattassi, Banque de France), où les niveaux d'endettement des ménages sont assez variables (cf. graphique 3). Selon ces trois travaux, un certain nombre de conclusions communes se dégagent, dans la mesure où une relation d'équilibre apparaît au niveau macroéconomique entre la richesse immobilière, la richesse financière, le pouvoir d'achat du revenu et la consommation privée : en premier lieu, dès l'instant que son augmentation est considérée par les ménages comme permanente, la richesse immobilière exerce sur la consommation privée une influence moins forte que la richesse financière ; en second lieu, cet impact est plus marqué aux États-Unis qu'en France ou en Italie ; en troisième et dernier lieu, les comportements de consommation des ménages, sur la période récente, ont été significativement influencés par leurs anticipations relatives, pour ce qui concerne les États-Unis, aux prix des actifs financiers et, pour ce qui concerne la France et l'Italie, au pouvoir d'achat de leur revenu.

Graphique 3 Endettement des ménages mi-2009



Source : Comptes nationaux

Complétant cette analyse macroéconomique par une étude au niveau microéconomique, Luc Arrondel et Frédérique Savignac (Banque de France) ont analysé l'arbitrage fait par les ménages entre patrimoine immobilier et patrimoine financier. En effet, les ménages, ne désirant pas supporter un niveau de risque excessif, font le choix de détenir tantôt des actifs immobiliers, tantôt des actions. Dès lors, le fait que les ménages français détiennent, dans le total de leur patrimoine, moins d'actifs financiers que dans d'autres pays est le signe que leur préférence pour la « pierre » est relativement plus marquée en France.

4| Quelles conclusions pour la politique monétaire et la stabilité financière ?

Le fait que les interrelations entre activité économique générale, consommation des ménages et évolution de la richesse immobilière ou financière soient variables selon les pays amène logiquement à s'interroger sur la politique monétaire la plus adaptée dans de telles situations. La quatrième session a donc analysé les liens entre immobilier, crédit et politique monétaire.

Tout d'abord, Tobias Dümmler et Stefan Kienle (Banque centrale d'Allemagne) étudient le rôle que les contraintes de crédit ont joué sur l'investissement

logement et soulignent la montée des contraintes pesant sur l'investissement au cours des vingt dernières années, autre explication permettant de comprendre le côté relativement « atypique » du marché allemand (cf. ci-dessus, l'analyse de Thomas Knetsch sur l'impact de la réunification).

Abordant plus directement la question de la politique monétaire, Sébastien Frappa et Jean-Stéphane Mésonnier (Banque de France) établissent que les pays dans lesquels les banques centrales ont suivi une stratégie de ciblage d'inflation, c'est-à-dire visant explicitement une certaine valeur cible d'inflation guidant l'action de la politique monétaire à court terme, ont également connu une forte hausse du prix du logement à la fin des années quatre-vingt-dix et au début des années 2000. C'est la conclusion qui se dégage d'une étude économétrique fouillée mobilisant des techniques utilisées pour l'évaluation des politiques publiques.

En ce qui concerne les risques que font peser les marchés immobiliers pour la stabilité financière, Vladimir Borgy, Laurent Clerc et Jean-Paul Renne (Banque de France), pour leur part, ont proposé une méthode de détection *ex ante* des bulles d'actions ou des prix immobiliers, en isolant tout particulièrement les épisodes où l'éclatement de la bulle conduit à un ralentissement marqué de l'activité. Les auteurs se sont ainsi intéressés aux périodes où la croissance du PIB est inférieure d'au moins trois points à la croissance potentielle pendant les trois années suivant l'éclatement de la bulle. La conclusion est que ce type de situation se rencontre plus fréquemment en cas de bulles apparaissant sur le marché immobilier que sur le marché des actions. En outre, le niveau des taux d'intérêt réels, la croissance de l'investissement et celle du crédit sont des paramètres importants à analyser dans la naissance de bulles en provenance du marché immobilier.

Au total, les travaux présentés ont montré tant la diversité des situations des marchés immobiliers que leurs facteurs communs. En particulier, l'analyse de leurs déterminants et des conséquences de leurs évolutions s'est avérée de première importance pour apprécier l'impact de l'immobilier sur l'activité économique en général ou sur la consommation et la richesse des ménages en particulier. De même, pour les banques centrales comme pour les autorités en charge de la régulation macroprudentielle, l'approfondissement de ce cadre d'étude est déterminant pour mieux anticiper, et si possible correctement prévenir, les développements que la période récente a connus dans de nombreux pays.

Besoins de financement et viabilité de la dette extérieure dans les pays d'Afrique subsaharienne

Sophie CHAUVIN et Valérie GOLITIN
Direction des Études et Relations internationales et européennes
Service de la Zone franc et du Financement du développement

Au cours de la dernière décennie, la dette externe des pays en développement a été significativement réduite. L'amélioration de leurs performances macroéconomiques, liée notamment à une meilleure gestion des finances publiques et à l'impact positif sur leurs soldes courants de termes de l'échange favorables, a contribué à réduire le fardeau de la dette extérieure de ces pays. Celle-ci s'est également contractée à la faveur des initiatives en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE) et de l'allégement de la dette multilatérale (IADM).

Malgré cette évolution favorable, partiellement contrariée par l'essor récent de l'endettement interne, les pays à faible revenu (PFR) restent vulnérables à un certain nombre de facteurs susceptibles d'affecter la viabilité de leur dette, tels que les faiblesses structurelles de ces économies, leur exposition à des chocs, notamment externes, des capacités limitées en matière de gestion de la dette ainsi qu'un accès irrégulier aux sources de financement extérieur. Les PFR apparaissent d'autant plus vulnérables que la crise financière actuelle risque d'augmenter leurs besoins de financement. En effet, la crise s'est diffusée principalement par un choc brutal des termes de l'échange, qui s'est traduit, en particulier pour les PFR exportateurs de matières premières, par une nette détérioration des comptes publics (du fait de l'impact très négatif sur les recettes budgétaires) et des comptes extérieurs, aggravée par la diminution des flux d'investissements directs, souvent concentrés dans le secteur des matières premières, et des transferts des migrants. Ces évolutions ont accru les risques d'un retour à un surendettement public et externe. L'apparition de nouveaux prêteurs émergents, dont les conditions de prêts ne sont pas toujours compatibles avec le cadre qui fait consensus chez les prêteurs traditionnels, renforce encore ce risque.

L'objectif de cette étude est de présenter un état des lieux de la problématique de la viabilité de la dette des PFR d'Afrique subsaharienne (ASS). Elle procède tout d'abord à un examen des sources de financement des pays les moins avancés et du cadre de viabilité de la dette (CVD). La deuxième partie met en évidence la persistance d'une vulnérabilité des PFR au risque de surendettement, dans un contexte international marqué par la crise financière, l'essor de l'endettement interne et l'intervention croissante des pays émergents dans le financement du développement.

Enfin, sont exposées les initiatives adoptées au niveau international pour assurer une meilleure prise en compte des besoins accrus de financement des PFR et donc pour davantage de flexibilité du CVD.

Mots-clés : FMI, Banque mondiale, cadre de viabilité de la dette, initiative PPTE-IADM, Afrique subsaharienne

Codes JEL : F33, F34, O55

*NB : Les auteurs tiennent à remercier Emmanuel Rocher, Marc Lantéri, Luc Jacolin (service de la Zone franc et du Financement du développement), Pierre-Michel Bardet-Fremann et Bruno Cabrillac de la Banque de France pour leurs commentaires et suggestions. Cette étude a également bénéficié des remarques de Hervé Joly et Julien Hartley, du FMI (*Strategy, Policy and Review Department*) ainsi que de Claire Cheremetinski et Gabrielle d'Arailh, de la direction générale du Trésor et de la Politique économique (bureau Multifin 1).*

1| La viabilité de la dette : un enjeu décisif pour les PFR dans un contexte de progression des financements

1|1 Contexte de l'endettement des pays à faible revenu en Afrique subsaharienne

Différents modes de financement

Les pays à faible revenu (PFR) font face à d'importants besoins en ressources financières pour assurer leur développement. L'épargne locale étant généralement insuffisante (22,7 % du PIB, en moyenne, pour l'Afrique subsaharienne (ASS) en 2008, contre 47,7 % pour l'Asie en développement, cf. tableau 1), les marchés financiers locaux peu développés et l'accès aux marchés financiers internationaux limité, les PFR ne disposent, pour couvrir leurs besoins de financement, que de trois sources principales de financement : les investissements directs étrangers (IDE), les transferts de fonds des migrants et/ou de l'aide publique au développement, sous forme de dons ou de prêts.

Le mode de financement choisi a naturellement un impact sur l'évolution et la viabilité de l'endettement d'un pays. Il est, par exemple, généralement admis que les IDE constituent un financement à privilégier, dans la mesure où ils peuvent s'accompagner de transferts de technologie et sont potentiellement créateurs d'emplois. En outre, les flux d'IDE présentent un moindre degré de volatilité que les capitaux privés. Ils peuvent néanmoins entraîner un transfert de ressources sur long terme supérieur à ce qu'engendrerait un endettement classique.

Tableau 1 Taux d'épargne

(en % du PIB)

	1990	2000	2005	2008
Afrique subsaharienne	17,1	17,6	18,9	22,7
Afrique du Nord et Moyen-Orient	21,8	31,3	41,1	41,6
Asie en développement	29,0	31,1	41,3	47,7
Asie nouvellement industrialisée	34,4	31,7	31,4	32,1
Amérique latine	18,6	19,0	22,0	22,1
CEI (Russie exclue)	19,2	17,5	26,3	28,5
Inde	22,7	23,8	33,4	37,0
Chine	39,2	36,8	51,2	58,9
OCDE	22,2	21,5	20,0	19,3

Source : FMI

Le recours à l'endettement engendre des engagements futurs et nécessite d'être en mesure de dégager des revenus suffisants pour assurer le paiement régulier des échéances. D'un point de vue économique et financier, les financements par emprunts sont toutefois plus adaptés que les dons lorsqu'ils n'entament pas la solvabilité du pays et lorsque le taux d'intérêt servi est inférieur au taux de croissance de l'économie. En effet, dans le cas des PFR dont les ressources publiques, notamment fiscales, sont limitées, les prêts concessionnels [1] permettent de mobiliser des volumes de financement plus importants que les dons, surtout s'ils peuvent être combinés aux ressources levées sur les marchés.

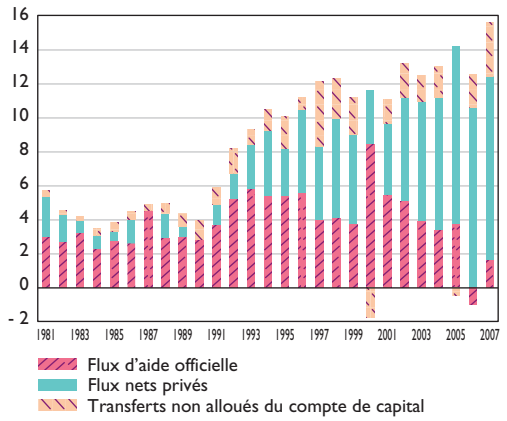
Une forte progression des flux de financement vers les PFR, conjuguée à une modification de leur composition

Les flux de financement vers les PFR ont beaucoup progressé au cours de ces vingt dernières années (cf. graphique 1). Ces flux représentaient, en moyenne, près de 15 % du PIB des PFR en 2007, contre environ 5 % au début des années quatre-vingt.

Depuis le début des années quatre-vingt, l'augmentation des flux de capitaux vers les PFR s'est accompagnée

Graphique 1 Les flux de financement à destination des PFR

(en % du PIB)



Source : FMI, "Changing patterns in low-income country financing..." – 25 février 2009

1 Il s'agit de prêts qui sont assortis de conditions plus avantageuses que les prêts commerciaux (taux d'intérêt plus bas et période de grâce et échéance plus longues). Ces prêts peuvent être considérés comme comportant un élément don (qui correspond à la bonification d'intérêts) et un élément prêt commercial (en particulier l'obligation de remboursement intégral).

d'une modification de leur composition. Selon Dorsey *et alii* (2008), les flux de capitaux privés (IDE et transferts de fonds des migrants) ont été multipliés par quatre depuis le début des années quatre-vingt, devenant la principale source de financement externe sur la période. Ils ont atteint 8 % du PIB, en moyenne, dans les PFR. *A contrario*, les entrées officielles nettes ont peu évolué et n'ont représenté, en moyenne, qu'un peu plus de 2 % du PIB des PFR entre 1981 et 2005.

Les flux officiels connaissent également une modification de leur composition, les dons et annulations de dette l'emportant désormais sur les prêts. Les dons ont ainsi triplé, passant de 0,5 % du PIB des PFR au début des années quatre-vingt à 1,5 % en 2006. Ceci reflète aussi les effets de la mise en place des allégements de dette octroyés au titre des initiatives en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE) et de l'allégement de la dette unilatérale (IADM) (cf. encadré 1).

Comparativement à l'ensemble des PFR, l'ASS présente toutefois un profil de financement spécifique et demeure la région la plus dépendante de l'aide

ENCADRÉ 1

Les allégements de dette au titre des initiatives PPTE et IADM [1]

Engagée par le FMI et la Banque mondiale en 1996 suite au sommet du G 7 de Lyon, l'initiative PPTE vise à ramener le poids de la dette des pays pauvres très endettés à un niveau soutenable (c'est-à-dire à un niveau qui leur permette de servir leur dette sans obérer leur développement), à travers l'allégement de leur dette extérieure de la part de la communauté internationale. En 1999, des modifications ont été apportées afin d'augmenter le montant et la rapidité de l'allégement et renforcer les liens entre l'allégement de la dette, la réduction de la pauvreté et la politique sociale.

Comme le laisse apparaître le tableau ci-dessous, les créanciers multilatéraux contribuent de manière substantielle aux allégements de dette octroyés dans le cadre de l'initiative PPTE.

Coût de l'initiative PPTE pour les principaux créanciers

(en milliards de dollars, valeur actuelle nette à fin 2008)

	Pays *post point* d'achèvement (26) I	Pays intérimaires (9) II	Pays *post point* de décision (35) III = I + II	Pays *pré point* de décision (5) IV	Total V = III + IV
Créanciers multilatéraux	**21,4**	**6,7**	**28,1**	**5,3**	**33,4**
Association internationale de développement (AID)	10,6	2,6	13,2	1,5	14,7
Fonds monétaire international (FMI)	3	1,5	4,6	1,8	6,4
Banque africaine de développement (BAD)	2,9	1,9	4,8	0,5	5,3
Banque interaméricaine de développement (BID)	1,7	0	1,7	0	1,7
Autres	3,1	0,7	3,8	1,5	5,3
Créanciers bilatéraux et commerciaux	**17,4**	**11,8**	**29,2**	**11,3**	**40,4**
Club de Paris	12,24	8,7	20,9	5,6	26,5
Autres bilatéraux officiels	4,2	0,7	4,9	4,7	9,6
Commercial	0,9	2,4	3,4	1	4,3
Coûts totaux	**38,8**	**18,5**	**57,3**	**16,6**	**73,9**

Source : "HIPC Initiative and MDRI – status of implementation", *FMI, septembre 2009*

En 2005, en vue d'accélérer les progrès pour atteindre les objectifs du millénaire pour le développement des Nations Unies, l'initiative IADM s'est ajoutée à l'initiative PPTE. L'IADM vise l'annulation de la totalité des créances éligibles détenues par les institutions multilatérales (principalement le FMI, l'AID de la Banque mondiale et le Fonds africain de développement (FAD) sur les pays ayant atteint le point d'achèvement de l'Initiative PPTE [2].

.../...

1 *Source : FMI*
2 *En 2007, la BID s'est jointe à ces trois institutions en annulant la totalité de la dette non payée par les PPTE ayant atteint le point d'achèvement.*

Pour bénéficier de cette assistance, un pays doit satisfaire préalablement plusieurs critères :

- *être exclusivement un pays « AID » [3], c'est-à-dire n'être éligible qu'à une assistance concessionnelle de la part de l'AID, et admissible à la Facilité de Crédit Élargi (qui remplace la FRPC, facilité pour la réduction de la pauvreté) ;*
- *faire face à une charge de la dette insoutenable, même en prenant en compte les effets éventuels des mécanismes d'allégement de la dette traditionnellement disponibles ;*
- *faire preuve d'un réel engagement dans un processus de réformes et mener une politique économique prudente dans le cadre des programmes appuyés par le FMI et la Banque mondiale ;*
- *avoir élaboré un document de stratégie pour la réduction de la pauvreté (DSRP) basé sur un processus participatif.*

Lorsqu'un pays a accompli des progrès suffisants pour satisfaire les critères retenus ou y satisfait, les conseils d'administration du FMI et de l'AID décident officiellement de son admissibilité à l'allégement. La communauté internationale s'engage alors à ramener la dette au seuil de viabilité convenu. Cela correspond au point de décision. L'atteinte du point de décision permet au pays de recevoir immédiatement un allégement intérimaire sur le service de la dette exigible.

En outre, pour recevoir la réduction intégrale de la dette au titre de l'initiative PPTE, le pays doit :

- *exécuter de manière satisfaisante les programmes soutenus par le FMI et l'AID ;*
- *mettre en œuvre les réformes fondamentales convenues au point de décision ;*
- *adopter et exécuter pendant un an au moins le DSRP.*

Lorsqu'un pays a satisfait à ces critères, il peut atteindre son point d'achèvement. Les créanciers doivent alors lui accorder l'allégement intégral de la dette promis au point de décision.

3 Deux critères sont utilisés pour déterminer l'admissibilité des pays aux ressources de l'AID : (i) la pauvreté relative définie en fonction du revenu national brut par habitant (le seuil déterminé pour 2010 est de 1 135 dollars) ; (ii) l'absence de solvabilité permettant d'emprunter selon les critères du marché, et par conséquent le besoin de ressources concessionnelles pour financer les programmes de développement du pays.

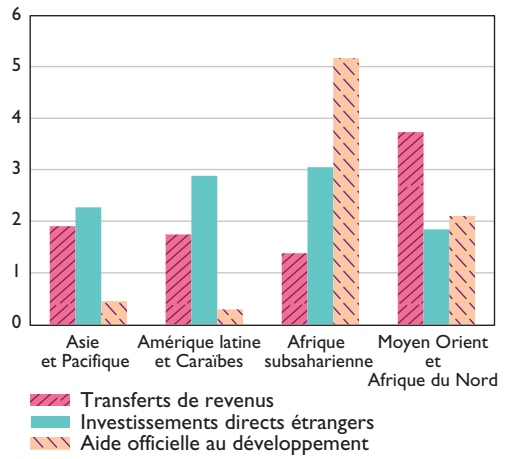
officielle (cf. graphique 2). Cette dernière est restée la principale source de financement extérieur sur la période 2001-2007. Depuis 2000, l'ASS a toutefois enregistré une augmentation importante des entrées de capitaux privés, notamment des transferts de fonds des migrants et des IDE.

La structure de la dette extérieure des PFR par type de créancier a, en outre, été fortement modifiée par les initiatives PPTE et IADM en faveur des pays pauvres très endettés. Ainsi, selon le FMI (2009), les pays ayant atteint le point d'achèvement de l'initiative PPTE ont enregistré une augmentation de la part de la dette due aux pays créanciers non membres du Club de Paris (officiels et privés), alors que celle détenue auprès des créanciers du Club de Paris est désormais presque nulle.

Malgré l'important effort d'allégement de dette consenti par la communauté internationale, les PFR,

Graphique 2 Les principales sources de financements extérieurs, par région en développement, sur la période 2001-2007

(en % du PIB)



Source : Banque mondiale

parce qu'ils restent vulnérables à des chocs extérieurs, peuvent être rapidement confrontés à des crises d'endettement si la soutenabilité de leur dette n'est pas préservée. C'est pour éviter de nouvelles situations de surendettement qu'a été conçu le cadre d'analyse de viabilité de la dette.

1|2 Le cadre de viabilité de la dette

En avril 2005, la Banque mondiale (BM) et le FMI ont adopté un cadre méthodologique de suivi de la viabilité de la dette (CVD) des pays à faible revenu. Ce cadre est destiné à faciliter la mise en place de stratégies de développement tout en évitant les risques de surendettement. Le CVD est ainsi conçu pour aider les PFR à mobiliser les ressources nécessaires à leur développement tout en minimisant les risques futurs d'un endettement excessif [2]. Il permet d'élaborer des recommandations sur une stratégie d'endettement à moyen terme cohérente avec les efforts en matière de politiques budgétaires et de réformes structurelles. Il vise donc à intégrer à la fois les politiques engagées par les pays concernés pour atteindre les objectifs du millénaire pour le développement (OMD) et la logique des programmations financières du FMI et de la BM.

Comme le rappellent Djoufelkit-Cottenet et Raffinot (2008), le CVD est un outil de coordination entre les bailleurs de fonds et les pays emprunteurs qui repose sur le principe que « les bailleurs doivent arrêter de prêter et les emprunteurs d'emprunter lorsque les seuils de viabilité de la dette sont franchis ».

Dans ce cadre, le FMI et la Banque mondiale établissent des analyses de viabilité de la dette (AVD) par pays. Deux types d'application doivent être distingués, selon les finalités d'utilisation du CVD : une AVD-PFR pour les pays à faible revenu et une AVD-PPTE dédiée aux calculs d'allégements de dette des pays PPTE (le FMI et la Banque mondiale envisagent à terme la réalisation d'une seule AVD, sur la base du canevas de l'AVD-PFR). Les différences méthodologiques entre ces deux instruments sont importantes. En particulier, dans l'AVD PPTE, les seuils indicatifs sont uniformes pour tous les pays, les dénominateurs des indicateurs d'endettement (exportations et recettes) sont des moyennes rétrospectives sur les trois dernières années et le taux d'actualisation est déterminé directement en fonction de la monnaie du pays. Les analyses de viabilité de la dette dans le cadre de l'initiative PPTE reposent donc sur des données historiques (*backward-looking*) et servent à déterminer un montant d'allégement au moment du point de décision. Dans le cadre d'analyse des pays à faible revenu (AVD-PFR), les analyses s'appuient sur des projections à moyen et long terme (*forward-looking*) et proposent un cadre d'analyse plus large. En outre, ces analyses sur données prévisionnelles (*forward-looking*) utilisent des dénominateurs annuels, incluant les projections de taux de change et un taux d'actualisation uniforme de 4 % [3,4].

L'évaluation de la viabilité de la dette d'un pays repose donc sur le calcul d'indicateurs d'endettement en fonction de différentes hypothèses relatives à la situation macroéconomique du pays et à son évolution. Ces indicateurs (dette et service de la dette exprimés en pourcentage des exportations, du PIB et des recettes budgétaires de l'année en cours) sont calculés dans les cas suivants :

- un scénario central qui, à partir de données historiques et d'hypothèses macroéconomiques, projette la trajectoire de la dette sur un horizon de long terme (vingt ans) pour tenir compte de la longue maturité de la dette des PFR (souvent liée à des opérations de rééchelonnement) ;

- des scénarios alternatifs (variables-clés à leurs valeurs historiques moyennes, taux de croissance en permanence inférieur au taux du scénario central, solde primaire inchangé à sa valeur constatée, taux d'intérêt des nouveaux prêts de 200 points de base au-dessus du scénario central) ;

- des *stress-tests* [5] destinés à estimer la sensibilité du scénario central face à différents chocs (chocs de

2 *Le FMI (2002) définit une dette soutenable comme étant « une situation dans laquelle un emprunteur sera capable de continuer à honorer le service de sa dette sans être amené à corriger de manière irréaliste l'équilibre de ses revenus et dépenses ».*

3 "Staff guidance note on the application of the joint fund-bank debt sustainability framework for low income countries (LICs)", *FMI, 6 octobre 2008.*

4 *Le taux d'actualisation sert à calculer la VAN des prêts. Dans le cas des estimations de VAN des pays hors PPTE, et dans le souci d'en limiter les fluctuations excessives, ce taux a été fixé à 5 % en 2004. Selon la règle établie, ce taux peut être ajusté de 100 points de base lorsqu'il s'écarte du taux d'intérêt commercial de référence (TICR) sur le dollar (moyenne sur six mois) de plus de 100 points de base pendant une période d'au moins six mois consécutifs. Étant donné l'évolution des taux en 2009, ce taux a été ramené à 4 %.*

5 *Les* stress-tests *sont calibrés de telle sorte que le ratio de dette auquel ils aboutissent est affecté d'une probabilité d'occurrence sur dix ans de l'ordre de 25 %.*

Tableau 2 Correspondance entre le score CPIA (a) et les indicateurs d'endettement du CVD (appliquée à la dette publique extérieure)

Performance politique et institutionnelle	Valeur actuelle nette (VAN) de la dette en pourcentage des			Service de la dette en pourcentage des	
	Exportations	PIB	Recettes budgétaires	Exportations	Recettes budgétaires
Faible (CPIA ≤ 3,25)	100	30	200	15	25
Modérée 3,25 < CPIA ≤ 3,75)	150	40	250	20	30
Forte (CPIA ≥ 3,75)	200	50	300	25	35

(a) Country policy and institutional assessment
Source : FMI

croissance, de taux d'intérêt, de taux de change, de balance des paiements).

L'évaluation du risque d'apparition de difficultés de paiement est réalisée en comparant les ratios obtenus à des seuils indicatifs correspondant à un endettement externe considéré comme soutenable. Ces seuils indicatifs sont déterminés en fonction de la qualité des institutions et des politiques du pays, elle-même appréciée par l'indicateur de performance politique et institutionnelle calculé par la Banque mondiale : le CPIA (cf. tableau 2).

Comme les taux d'intérêt et les maturités des prêts aux pays à bas revenus varient considérablement, le CVD utilise la valeur actuelle nette (VAN) de la dette en appliquant un taux d'actualisation uniforme : le taux de référence de la dette commerciale en dollars (*Commercial interest rate reference* – CIRR ou taux d'intérêt commercial de référence – TICR [6]). Les résultats sont donc comparables dans le temps et d'un pays à l'autre.

Un indicateur d'endettement extérieur supérieur au seuil indicatif signale un risque d'insoutenabilité de la dette. Quatre niveaux de risque sont définis :

• faible, si tous les indicateurs d'endettement sont nettement au-dessous des seuils dans le scénario central et que les seuils ne sont pas franchis dans les scénarios alternatifs ou les *stress-tests* ;

• modéré, si les indicateurs d'endettement sont au-dessous des seuils dans le scénario central, mais dépassent ces seuils dans les scénarios alternatifs ou les *stress-tests* ;

• élevé, si au moins un indicateur d'endettement dépasse les seuils dans le scénario central ;

• en difficulté, si les seuils indicatifs sont dépassés ; dans ce cas, le pays est, généralement, déjà confronté à des difficultés de paiement et en situation de surendettement.

Le tableau 3 présente, à titre d'illustration, quelques résultats de l'analyse de sensibilité de la dette extérieure de la République centrafricaine (RCA), avant l'atteinte du point d'achèvement de l'initiative PPTE obtenue fin juin 2009.

Au regard de cette analyse, la RCA apparaissait donc confrontée à un risque élevé de surendettement : un des principaux indicateurs de la dette, la VAN du ratio de dette extérieure rapportée aux exportations, était significativement supérieur, sur la période récente, aux seuils de performance, justifiant ainsi l'entrée de la RCA dans l'initiative PPTE.

6 *Cf. note de bas de page n° 4. Les TICR sont publiés par l'OCDE. Ces taux sont fondamentaux dans le calcul de l'élément don. Pour les crédits dont l'échéance est supérieure ou égale à quinze ans, le FMI utilise les TICR moyens sur dix ans, alors que pour les crédits à échéance plus courte, les TICR moyens sur six mois sont utilisés.*

Tableau 3 Analyse de sensibilité de la dette extérieure de la République centrafricaine

Intitulés des scénarios simulés	Seuils de faible performance	VAN de la dette en % des exportations	
		2008	Projection 2018
Sous le scénario de référence	**100**	**287**	**104**
Sous les scénarios alternatifs			
dont : A1. Principales variables à leurs moyennes historiques en 2008-2028	*100*	*287*	*51*
A2. Nouveaux emprunts du secteur public à des conditions moins favorables en 2008-2028	*100*	*287*	*107*
A3. Fourniture complète de l'assistance PPTE et IADM	*100*	*125*	*62*
Sous les *stress-tests*			
dont : B1. Croissance du PIB réel à sa moyenne historique moins un écart-type en 2009-2010	*100*	*287*	*103*
B2. Croissance de la valeur des exportations à sa moyenne historique moins un écart-type en 2009-2010	*100*	*287*	*157*
B3. Déflateur du PIB en dollars EU à sa moyenne historique moins un écart-type en 2009-2010	*100*	*287*	*103*
B4. Flux nets non générateurs d'endettement à leurs moyennes historiques moins un écart-type en 2009-2010	*100*	*287*	*132*
B5. Combinaison de B1-B4 au moyen de chocs de un demi écart-type	*100*	*287*	*156*
B6. Dépréciation ponctuelle nominale de 30 % par rapport au scénario de référence en 2009	*100*	*287*	*103*

Source : "Joint IMF/IDA Debt Sustainability Analysis 2008 – RCA", *AID et FMI, 4 décembre 2008*

1|3 L'insertion du CVD dans le cadre de la coopération bilatérale et multilatérale

Le CVD a été développé explicitement pour encadrer le réendettement des PFR à la suite des efforts substantiels d'allégement de la dette multilatérale et bilatérale. De ce fait, les analyses de viabilité de la dette (AVD), conduites au cas par cas, à partir du CVD, indépendamment de leur rôle en matière de suivi macroéconomique et de cadrage des politiques d'endettement, ont vocation également à encadrer les échanges bilatéraux et multilatéraux relatifs à la gestion de la dette entre les PFR et leurs principaux bailleurs de fonds. Le diagnostic des AVD sur le niveau de risque qui en résulte a donc un impact non négligeable sur les montants des fonds octroyés mais également sur leur répartition sous forme de dons ou de prêts et le niveau de concessionnalité de ces derniers.

Au niveau de la coopération bilatérale et multilatérale, le CVD s'articule et s'intègre de la manière suivante aux dispositifs existants :

Coopération multilatérale

• Les AVD, produites à partir du CVD, sont prises en compte dans les programmations financières du FMI et de la Banque mondiale à destination des PFR [7]. Les AVD permettent en particulier au FMI de déterminer, dans le cadre de ses programmes, les limites qui seront imposées aux emprunts non concessionnels des PFR, l'accès aux emprunts concessionnels n'étant pas limité (une flexibilité est permise au cas par cas pour l'accès à certains prêts non concessionnels lorsque les circonstances le justifient). La concessionnalité d'un prêt est mesurée par l'élément don qu'il intègre. L'élément don est déterminé comme la différence entre la valeur nominale du prêt (valeur faciale) et la somme de la valeur actuelle des paiements futurs au titre du service de la dette (valeur actuelle nette, VAN), exprimée en pourcentage de la valeur nominale du prêt. Un prêt est considéré comme concessionnel si l'élément don est d'au moins 35 %.

• L'AID, le guichet concessionnel de la Banque mondiale, utilise l'AVD pour déterminer la part des dons et des prêts dans son assistance aux pays endettés. Cette répartition s'appuie sur une classification spécifique, différente de celle du FMI et de la Banque mondiale. Selon sa classification en feux tricolores (*traffic lights*), l'AID attribue des financements sous forme de dons à 100 % aux pays de la catégorie de risque « élevé » ou "*red*", 50 % en prêts et 50 % en dons aux pays de la catégorie de risque « modéré » ou "*yellow*" et 100 % en prêts à la catégorie de risque « faible » ou "*green*" [8].

• Le Fonds africain de développement (FAD), le guichet concessionnel du Groupe de la Banque africaine de

7 *Environ 80 % des programmes de prêt du FMI sont conclus avec les PFR (source :* Revue Finances & Développement, *septembre 2008).*
8 *Voir Djoufelkit-Cottenet et Raffinot (2008) pour une description plus détaillée*

développement (BAD) [9], s'appuie également sur les AVD du FMI et de la Banque mondiale pour déterminer le risque de surendettement des pays africains et les modalités de financement, en particulier leur admissibilité aux dons. La classification du FAD, qui définit la répartition des ressources octroyées selon le niveau de surendettement, rejoint celle de l'AID.

Coopération bilatérale

Dans le cadre des accords du Club de Paris, le traitement des dettes des PFR se fait à la condition que le pays soit engagé dans un programme conclu avec le FMI et donc souvent en référence aux AVD. Le Club de Paris peut ainsi accorder, en fonction des résultats des AVD, des allégements de dette à des pays déclarés éligibles à l'initiative PPTE par le FMI et la Banque mondiale. En effet, il peut alléger la dette extérieure en ramenant à un niveau supportable la charge de la dette des pays PPTE dont le ratio « VAN de la dette sur exportations », calculé par les AVD, est supérieur à 150 %. Pour les pays exportateurs de matières premières, le critère retenu pour accorder un allégement de dette est un ratio « VAN de la dette sur les recettes budgétaires » supérieur à 250 %.

En outre, le Club de Paris a adopté en octobre 2003 l'approche dite d'Évian [10], un mécanisme souple destiné à traiter les problèmes de viabilité de la dette des pays non classés parmi les PPTE. Selon cette approche, les créanciers du Club ont accepté de participer à un traitement global de la dette de ces pays, estimée ne pas être viable selon certains critères, si ces pays s'engagent à mettre en place dans le cadre d'un accord avec le FMI les politiques nécessaires garantissant leur sortie du Club de Paris. En outre, les pays doivent s'efforcer d'obtenir un traitement comparable de la part de leurs autres créanciers extérieurs, dont ceux du secteur privé. Le Club de Paris fixe alors l'allégement à accorder en fonction de l'analyse de viabilité de la dette effectuée par le FMI.

Enfin, pour les pays ayant bénéficié d'un allégement ou d'une annulation de dette (Initiatives PPTE et IADM), les AVD servent de références aux décisions d'attribution de nouveaux prêts, dans la mesure où les bailleurs de fonds bilatéraux ou multilatéraux doivent en principe s'assurer que ces nouveaux endettements ne créeront pas de nouvelles difficultés de paiement pour le pays concerné.

1|4 Les critiques formulées à l'égard du CVD

Instrument de diagnostic et de régulation des flux d'endettement à la disposition de la communauté internationale, le CVD fait l'objet d'un certain nombre d'interrogations et de critiques qui portent notamment sur :

• **la difficulté à évaluer la viabilité et à utiliser le CVD pour des décisions de politique économique :** pour Wyplosz (2005), l'évaluation de la viabilité se heurte au « principe d'impossibilité » car il n'existe pas de moyen sûr permettant de définir avec précision une limite au-delà de laquelle la dette deviendrait insoutenable face à un choc. En effet, la démarche prospective ("*forward-looking*") utilise un ensemble d'hypothèses (évolution de la dette, données macroéconomiques) pour lesquelles le CVD ne peut fournir que des probabilités ("*debt-distress probability*") qui sont, en outre, variables dans le temps. Le recours à des prévisions à moyen et long terme (vingt ans) conduit à relativiser les résultats. Aussi, d'un point de vue opérationnel, il s'avère difficile pour un pays de mettre en œuvre, sur la simple base de calcul de probabilités, des politiques économiques pouvant comporter des coûts sociaux significatifs. Si l'analyse de Wyplosz ne remet pas en cause nécessairement l'utilité du CVD, elle invite tout au moins à l'utiliser de façon souple.

• **les limites des *stress-tests* :** les exercices de *stress-tests* ont fait l'objet de critiques notamment parce qu'ils ne tiendraient pas compte des corrélations entre les chocs, ni des effets de second tour [11], ni encore de l'impact des plans d'actions engagés par les gouvernements pour faire face aux chocs. En outre, ils ne permettraient pas de suffisamment différencier les chocs entre pays (un événement considéré comme très risqué pour un pays n'aura pas nécessairement le même impact dans un autre pays).

9 *La BAD, créée en 1964, notamment pour promouvoir le développement économique et social en Afrique, est constituée de 53 pays membres du continent africain. Elle administre à ce titre le Fonds africain de développement, créé en 1972.*

10 *FMI (2005),* Rapport annuel, *chapitre 3,* « Renforcement de l'aide aux programmes du FMI et des efforts de résolution des crises ».

11 *Les effets de second tour correspondent aux changements de trajectoire des variables économiques et financières induits par les réponses/réactions des autorités et des agents économiques aux chocs.*

• **l'utilisation du seul indice de notation CPIA pour l'établissement des seuils indicatifs de dette soutenable :** du fait de la discrimination qu'il opère entre les pays, un indice basé sur l'évaluation qualitative du cadre institutionnel et politique d'un pays soulève, par construction, des interrogations quant à sa pertinence et/ou son objectivité. Le classement par groupe de pays selon la grille de correspondance CPIA/Ratios d'endettement crée, en outre, des effets de seuil, notamment pour les pays « à la frontière » entre deux catégories. Ainsi, le passage d'une catégorie à l'autre résultant d'un faible changement de notation CPIA peut s'avérer brutal pour un pays dans la mesure où la modification de cette notation s'accompagne d'une modification des seuils d'endettement applicables (cf. tableau 2 *supra*) et donc de l'évaluation du risque d'endettement. Lorsqu'un pays est bien classé dans un groupe, il y a donc un risque de surestimer sa capacité de remboursement et, inversement, de la sous-estimer lorsqu'il est mal classé.

• **la capacité des indicateurs d'endettement du CVD à mesurer la viabilité de la dette :** les indicateurs d'endettement du CVD sont des ratios qui traduisent la capacité des pays à assurer le remboursement de la dette externe, soit par la richesse qu'ils génèrent (PIB, revenus), soit par la part de celle-ci permettant de générer des ressources transférables (exportations). Comparer ainsi la valeur nominale de la dette d'un pays à la valeur actualisée des remboursements anticipés par les créanciers, reviendrait davantage à évaluer la solvabilité du pays débiteur plus que la viabilité de sa dette. Pour certains analystes, la notion de viabilité devrait tenir compte de l'importance de la charge de remboursement par rapport aux dépenses nécessaires à l'atteinte des OMD et recourir à d'autres indicateurs qui retraceraient, par exemple, le poids effectif de la charge de la dette sur l'investissement ou encore les dépenses publiques de santé et d'éducation. D'autres considèrent que le CVD devrait tenir compte des effets sur la croissance d'un recours accru à de nouveaux prêts (Reisen, 2008) ou des IDE. La viabilité de la dette doit également être envisagée au regard de l'utilisation des financements.

• Enfin, la crise financière, entraînant concomitamment la dégradation des perspectives de recettes extérieures des PFR et donc l'augmentation des besoins de financement, a mis en exergue **la nécessité de mieux adapter le CVD aux évolutions du cycle**.

2| La permanence d'une vulnérabilité des PFR au surendettement

2|1 Des facteurs de fragilité persistants, en dépit d'améliorations des indicateurs d'endettement

Depuis le début des années 2000, plusieurs facteurs ont contribué à réduire la dette des pays en développement. L'amélioration des performances macroéconomiques, liées à une meilleure gestion des finances publiques, et une consolidation de la qualité des institutions, dans un contexte récent de prix élevés des matières premières et de termes de l'échange favorables, ont permis aux pays en développement de réduire le fardeau de leur dette. L'amélioration des positions extérieures (cf. tableau 4),

Tableau 4 Évolution des réserves et des soldes courants

(solde courant en % du PIB)

	1997-2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Réserves (en mois d'importations de biens et services)							
Afrique subsaharienne	3,8	3,4	4,3	4,7	5,9	6	5,3
Pays exportateurs de pétrole	3,9	2,3	4,9	6,7	10,8	9,6	8,4
Pays à faible revenu	3,7	5,4	5	4	4	4,4	3,2
Zone franc	2,4	3,4	3,5	3,5	4,9	5,3	5,1
SADC (a)	3,6	3,2	3,5	3,7	4,2	4,4	4,1
Solde courant (dons inclus)							
Afrique subsaharienne	- 2,5	- 2,8	- 1,3	- 0,4	4,1	1,1	1
Pays exportateurs de pétrole	- 3,5	- 5,9	2,6	7,2	21,2	14,4	14
Pays à faible revenu	- 6	- 4,6	- 4,2	- 6	- 6,2	- 7,5	- 9,7
Zone franc	- 4,2	- 4,9	- 4,6	- 1,1	- 0,6	- 2,6	- 1
SADC	- 1,8	- 1,4	- 2,4	- 2	- 1,3	- 3,2	- 4,9

(a) SADC : Communauté pour le développement de l'Afrique australe
Source : Regional Economic Outlook *octobre 2009, FMI*

notamment dans les pays pétroliers, a aussi réduit les besoins de financement externes. En outre, les initiatives PPTE et IADM ont fortement contribué à cette évolution.

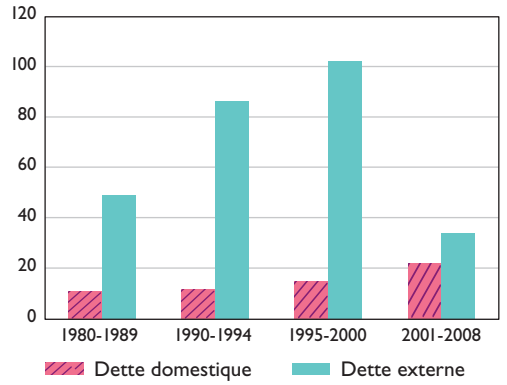
Ainsi, la dette externe de l'ASS, qui représentait en moyenne 103 % du PIB sur la période 1995-2000, est passée à environ 34 % du PIB sur la période 2001-2008 (Adelegan et Radzewicz-Bak, 2009) (cf. graphique 3).

En 1990, environ 82 % de la dette externe de long terme de l'ASS était détenue par des gouvernements et entités publiques. En 2008, la part de la dette publique et de la dette privée garantie représentait environ 64 % de la dette externe totale de l'ASS (cf. tableau 5). La baisse de la part de la dette externe publique résulte, pour partie, de la réduction de la dette publique totale (qui est passée de 48 % du PIB en 2000 à 15 % en 2007) ainsi que de l'augmentation de l'endettement privé externe. Ainsi, la dette privée externe non garantie s'est accrue, atteignant près de 10 % de la dette en 2008, contre 3 % en 1990.

La composition de la dette externe par type de créanciers a également évolué. D'une part, la part de la dette publique garantie envers les créanciers officiels s'est réduite, passant de 84 % en 2000 à 76 % en 2008, au profit de celle due aux créanciers privés, en augmentation de 8 points, à 23 % en 2008 (cf. tableau 6). D'autre part, la part de la dette publique garantie envers les créanciers officiels multilatéraux, qui représentait 34 % du total de la dette publique garantie, s'élevait à 40 % en 2008 alors que dans le même temps la dette publique garantie envers les créanciers officiels bilatéraux passait de 50 % à 37 % sur la même période.

Graphique 3 Évolution des dettes domestique et externe de l'ASS

(en % du PIB)



Source : Adelegan (O.J.) et Radzewicz-Bak (B.) (2009), FMI, Working paper *09/213*

Tableau 5 Évolution de la dette extérieure en Afrique subsaharienne

(dette et utilisation crédit FMI en millions de dollars et part de la dette en %)

	1990	2000	2005	2006	2007	2008
Dette extérieure totale (stock)	**176 547,9**	**211 948,2**	**216 250,5**	**173 526,2**	**193 760,7**	**199 677,0**
Dette de long terme	**149 372,1**	**173 385,4**	**178 090,8**	**126 940,5**	**146 104,1**	**146 200,0**
dont : dette publique et garantie	*144 096,0*	*162 009,4*	*169 551,8*	*117 682,6*	*126 026,4*	*127 631,0*
dette privée non garantie	*5 276,1*	*11 376,0*	*8 539,0*	*9 257,9*	*20 077,7*	*18 569,0*
Utilisation crédit FMI	**6 611,8**	**6 739,3**	**5 947,3**	**3 140,3**	**3 203,3**	**3 986,0**
Encours de la dette de court terme	**20 564,0**	**31 823,5**	**32 212,4**	**43 445,4**	**44 453,3**	**49 490,0**
Part de la dette publique garantie sur la dette externe totale	81,6	76,4	78,4	67,8	65,0	63,9
Part de la dette privée non garantie sur la dette externe totale	3,0	5,4	3,9	5,3	10,4	9,3

Source : Global Development Finance 2009, *Banque mondiale*

Tableau 6 Décomposition de la dette extérieure de long terme par type de créanciers

(en millions de dollars)

	2000	2005	2006	2007	2008
Dette publique garantie	**162 009,4**	**169 551,8**	**117 682,6**	**126 026,4**	**127 631,0**
auprès des créanciers officiels	136 040,6	135 559,1	88 591,5	91 654,8	97 470,0
dont : multilatéraux	*54 705,9*	*73 511,8*	*44 260,6*	*48 565,8*	*50 787,0*
bilatéraux	*81 334,7*	*62 047,3*	*44 330,9*	*43 089,0*	*46 683,0*
auprès des créanciers privés	25 968,8	33 992,7	29 091,1	34 371,6	30 161,0
Dette privée non garantie	**11 376,0**	**8 539,0**	**9 257,9**	**20 077,7**	**18 569,0**
dont : obligations	*1 360,3*	*1 307,0*	*1 484,0*	*4 286,3*	*4 295,0*
banques	*10 015,8*	*7 232,0*	*7 773,9*	*15 791,3*	*14 274,0*

Source : Global Development Finance 2009, *Banque mondiale*

Tableau 7 Pays d'Afrique subsaharienne *post point* d'achèvement PPTE présentant un risque de surendettement élevé

	Dernière AVD	Résultats
Burkina-Faso	Juin 2009	Le ratio VAN de la dette sur exportations dépasse les seuils indicatifs, atteignant 196,4 % en 2024 du fait de la baisse des exportations de coton à long terme.
Burundi	Mars 2009	Le ratio VAN de la dette sur exportations devrait atteindre 169 % d'ici fin 2011. Les exportations demeurent très faibles et dépendent largement d'un seul produit, le café.
Gambie	Février 2009	Selon les projections à 20 ans, la VAN de la dette sur exportations (147 % en 2018) reste au-dessus du seuil de référence.
Sao Tomé	Février 2009	Le scénario de base indique des vulnérabilités avant la mise en route de la production de pétrole prévue pour 2014. Certains indicateurs, notamment celui de la VAN de la dette sur les exportations sont supérieurs aux seuils indicatifs sur la période 2009-2014.

Sources : FMI et Banque mondiale, "Heavily Indebted Poor Countries HIPC Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation"*, septembre 2009 et évaluations conjointes de soutenabilité de la dette*

L'amélioration de la solvabilité externe des pays d'ASS s'est néanmoins accompagnée d'un recours accru à l'endettement domestique [12]. À cet égard, Cabrillac et Rocher (2009) soulignent que la mise en œuvre par les États africains de politiques publiques visant à diversifier leurs modes de financement a participé de cette tendance. La dette domestique en ASS est ainsi passée de 15 % du PIB en moyenne sur la période 1995-2000 à plus de 22 % sur la période 2001-2008. Ce développement n'est cependant pas homogène et des disparités existent entre pays, reflétant pour partie l'insuffisance de l'épargne domestique, le développement encore insuffisant de l'intermédiation financière et le manque de profondeur et de liquidité des marchés financiers locaux. Alors que la dette domestique représentait plus de 30 % du PIB en moyenne sur la période 2001-2008 en Afrique du Sud, en Namibie ou aux Seychelles, elle était inférieure à 5 % dans les pays de l'Union économique et monétaire Ouest-africaine (UEMOA) (Adelegan et Radzewicz-Bak, 2009).

Par ailleurs, les PFR restent vulnérables à un certain nombre de facteurs susceptibles d'affecter la viabilité de leur dette extérieure. Le FMI a évalué les perspectives d'évolution de la dette pour les pays ayant atteint le point d'achèvement PPTE. Alors que l'initiative IADM permet aux pays ayant franchi le point d'achèvement PPTE de bénéficier d'une annulation quasi intégrale du stock de leur dette bilatérale auprès des créanciers du Club de Paris et d'annulations de leur dette par les créanciers multilatéraux, un peu plus de 60 % des pays bénéficiaires présentent encore un risque modéré ou élevé de surendettement [13].

Ainsi, parmi les vingt-six pays ayant atteint le point d'achèvement PPTE à fin juillet 2009, douze pays d'ASS enregistrent un risque d'endettement modéré, et quatre un risque élevé (cf. tableau 7).

De même, sur les trente-cinq pays d'ASS potentiellement éligibles à un programme FRPC (cf. tableau 8), dix-sept présentent un risque modéré ou élevé de surendettement. Ces pays partagent un certain nombre de vulnérabilités communes. Le risque élevé est généralement associé à une base d'exportation étroite, concentrée sur quelques produits primaires, et donc très sensible à des chocs (climatique et volatilité des prix), et à une qualité des politiques menées et des institutions globalement faibles ou qui se détériorent [14]. Les pays exportateurs de pétrole

Tableau 8 Risque sur la viabilité de la dette des pays africains éligibles à une FRPC

Risque faible	Risque modéré	Risque élevé	Surendettement
Cameroun, Cap Vert, Kenya, *Madagascar*, *Mali*, *Mozambique*, Nigeria, *Sénégal*, *Tanzanie*, *Ouganda*, *Zambie*	Angola, *Bénin*, *Éthiopie*, *Ghana*, Lesotho, *Malawi*, *Niger* *République centrafricaine*, *Sierra Leone*, Tchad, *Rwanda*	*Burkina-Faso*, *Burundi*, Congo, Côte d'Ivoire, *Gambie*, Sao Tomé et Principe	Comores, RDC, Guinée, Guinée-Bissau, Liberia, Togo, Zimbabwe

Source : Site du FMI, mise à jour du 4 septembre 2009. Les présentations du risque de surendettement au conseil d'administration du FMI remontent à 2007, 2008 ou 2009. En italiques, les pays ayant atteint le point d'achèvement PPTE au 1er juillet 2009

12 *Pour une analyse détaillée sur les coûts et risques associés au financement externe* versus *domestique, voir Beaugrand, Loko et Mlachila (2002).*
13 "Heavily indebted poor countries HIPC initiative and multilateral debt relief initiative (MDRI) – Status of omplementation"*, FMI, septembre 2008 et septembre 2009.*
14 "Heavily indebted poor countries HIPC initiative and multilateral debt relief initiative (MDRI) – Status of omplementation"*, FMI, septembre 2008.*

ne sont d'ailleurs pas à l'abri du surendettement (l'Angola et le Tchad présentent un risque modéré et le Congo un risque élevé — ce pays, qui a atteint le point d'achèvement PPTE le 28 janvier 2010, devrait cependant bénéficier d'une forte réduction de ses ratios d'endettement).

De plus, les analyses de viabilité de la dette des pays ayant atteint le point d'achèvement PPTE montrent que les perspectives d'évolution de la dette restent très sensibles aux conditions des nouveaux financements (FMI, 2008). D'après cette étude, l'évaluation de la viabilité de la dette comprend, notamment, un scénario basé sur des conditions de financements nouveaux moins favorables (notamment moins concessionnels). Dans 60 % des analyses de viabilité de la dette pour ces pays, ce scénario alternatif fait passer le ratio VAN de dette sur exportations au-dessus du seuil indicatif, contre 30 % des cas pour les pays non PPTE.

2|2 Des risques de surendettement aggravés par la crise financière [15]

La crise peut affecter les canaux de financement externes de certains PFR d'ASS

Compte tenu de la spécialisation de l'ASS dans les matières premières, qui représentent leur principale source de revenus, la crise s'est diffusée par un choc brutal sur les exportations de ces pays et sur les termes de l'échange, affectant tant les comptes courants que les recettes budgétaires.

Si l'ASS ne représente qu'environ 2 % du commerce mondial, son degré d'ouverture aux échanges internationaux [16] est élevé et en progression puisqu'il est passé de 65 % en 2000 à 79 % en 2008. Selon le FMI (2009), un recul de 1 % de la croissance mondiale entraînerait un ralentissement de la croissance en ASS de l'ordre de 0,5 %. Par ailleurs, les soldes extérieurs des pays d'ASS sont extrêmement sensibles aux évolutions des termes de l'échange [17]. Le solde courant des pays d'ASS passerait d'un excédent de USD 1,86 milliards en 2009 à un déficit de USD 34,27 milliards en 2009 (soit respectivement 0,2 % et 3,7 % du PIB, cf. tableau 9).

Les flux d'investissements directs, qui ont été largement soutenus ces dernières années par des projets liés au secteur des matières premières, se sont maintenus en 2008 mais s'inscriront à la baisse en 2009 du fait de reports ou d'annulations de projets dans ces secteurs. Les transferts de fonds des migrants, estimés à USD 20 milliards en 2008 pour l'ASS, se sont également réduits. Selon la Banque mondiale, après une progression de 13,4 % en 2008, les flux de transferts de fonds vers l'ASS devraient se contracter d'environ 3 % en 2009. Cependant, l'impact d'une baisse des transferts sera variable selon le degré de dépendance des économies bénéficiaires [18].

Ces évolutions vont donc globalement ralentir la progression des réserves de change. Elles devraient, néanmoins, rester à un niveau confortable pour les pays pétroliers d'ASS (7,9 mois d'importations de biens et services 2009 [19] contre 8,4 mois en 2008), alors que les pays importateurs de pétrole devraient voir leurs réserves se stabiliser, à un niveau qui resterait toutefois relativement bas (4,3 mois en 2009 contre 3,8 mois en 2008).

Des craintes se sont exprimées aussi sur la possibilité d'une réduction de l'aide publique bilatérale au développement si les pays développés remettaient en cause leurs engagements du fait de la réorientation de leurs politiques budgétaires. L'impact direct d'une réduction pourrait être significatif puisque la plupart des pays africains sont très dépendants de l'aide internationale, qui représente généralement plus de 10 % de leur PIB. Toutefois, ces craintes doivent être tempérées, les pays développés, et notamment la France, ayant confirmé le respect de leurs engagements lors du G 20 [20] de Londres en avril dernier.

Au total, les pays qui bénéficient d'un potentiel d'endettement pourraient chercher à compenser cette éventuelle réduction des sources de financement

15 *Chauvin et Lantéri (2009), "How the financial crisis is affecting Sub-Saharan Africa", présentation à la Banque d'Espagne, Madrid, 21-22 septembre 2009*

16 *Mesuré par le ratio : (exports + imports)/PIB.*

17 *Selon le WEO d'octobre dernier, les termes de l'échange sur les biens baisseraient de 3,3 % en 2009 contre une augmentation de plus de 15 % en 2008. Toutefois, dans la région pétrolière de la CEMAC, cette baisse est estimée à près de 40 % par la BEAC.*

18 *Des pays très dépendants comme le Lesotho (24,5 % du PIB) ou la Gambie (12,5 %), seront davantage affectés que le Kenya (5,3 %), le Swaziland (3,7 %) et le Bénin (3,6 %). Banque mondiale, novembre 2009, "Migration and Development Brief : Outlook for Remittance Flows 2008-2010".*

19 Regional economic outlook Africa, *FMI octobre 2009*

20 *Le G 20 regroupe les membres du G 7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Royaume-Uni, Italie, Japon) ainsi que l'Afrique du Sud, l'Arabie Saoudite, l'Argentine, l'Australie, le Brésil, la Chine, la Corée du Sud, l'Inde, l'Indonésie, le Mexique, la Russie, la Turquie et l'Union européenne. Au total, le G 20 regroupe les grands pays industrialisés du G 8 ainsi que onze grands pays émergents et l'Union européenne.*

Tableau 9 Évolution des principaux postes de la balance des paiements pour l'Afrique subsaharienne

(en milliards de dollars)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Balance courante	**22,63**	**2,05**	**1,86**	**- 34,27**	**- 27,71**	**- 24,90**
dont : balance des biens et services	*26,41*	*17,70*	*23,05*	*- 30,92*	*- 12,80*	*- 4,55*
transferts courants nets	*32,72*	*35,94*	*39,59*	*43,52*	*36,89*	*37,97*
revenus nets	*- 36,62*	*- 51,66*	*- 61,04*	*- 47,12*	*- 51,97*	*- 58,46*
Balance du compte de capital	**39,22**	**15,24**	**6,57**	**9,79**	**11,87**	**6,91**
Balance du compte financier	**- 46,39**	**1,15**	**6,06**	**45,19**	**41,61**	**44,52**
dont : investissements directs nets	*13,26*	*26,42*	*35,87*	*23,54*	*27,93*	*34,25*
investissements de portefeuille nets	*19,53*	*11,54*	*- 22,62*	*5,92*	*11,97*	*14,65*
autres investissements nets	*- 47,47*	*- 8,49*	*9,76*	*- 0,01*	*12,21*	*12,26*
réserves	*- 31,72*	*- 28,31*	*- 16,94*	*15,74*	*- 10,51*	*- 16,65*
Pour mémo :						
Flux officiels, nets	8,37	7,39	5,89	15,36	16,06	11,56
Flux privés, nets	10,90	25,79	21,40	16,79	39,22	47,93

Source : FMI

externe en augmentant leur endettement non concessionnel, notamment auprès des créanciers émergents, ce qui pourrait contribuer à mettre en péril la viabilité de leur endettement.

De faibles marges de manœuvre pour réagir à la crise

Les marges de manœuvre dont disposent les pays d'ASS pour soutenir l'activité sont principalement fonction de leur situation budgétaire et de leur capacité d'endettement. La contrainte budgétaire qui pèse sur les pays importateurs de pétrole est particulièrement forte. En 2009, le déficit (hors dons) des PFR non producteurs de pétrole devrait se maintenir aux alentours de 8,1 % du PIB (contre 6,6 % en 2008) et celui des États fragiles à 5,7 % (contre 3,9 % en 2008). Pour ces pays, la dégradation est cependant relativement moins brutale, ces pays enregistrant déjà des déficits importants. Pour les pays exportateurs de pétrole, la baisse, relative, des prix du pétrole a fragilisé leurs positions budgétaires, les soldes budgétaires (hors dons) passant d'un excédent de 6,2 % du PIB en 2008 à un déficit de 6,1 % du PIB en 2009.

Selon une étude du FMI [21] sur les conséquences de la crise financière pour les PFR, vingt-huit PFR ont déjà des niveaux d'endettement supérieurs à 60 % du PIB. Des simulations montrent que des emprunts additionnels pour compenser le manque de financements externes [22] leur feraient rapidement dépasser les seuils de risque liés à un endettement élevé. Facteur aggravant, plus de la moitié de la dette publique des PFR est externe et libellée en devises, ce qui signifie que pour les pays en régime de changes flexibles, la dépréciation du change résultant de la détérioration des soldes extérieurs est susceptible d'alourdir les ratios de dette sur PIB. Les cours des monnaies de plusieurs pays ont ainsi sensiblement baissé entre juin 2008 et octobre 2009 : la monnaie du Ghana a perdu 33 % par rapport au dollar américain, le Nigéria 22 % et la Zambie 20 %.

Selon le FMI (2009), près du tiers des PFR, dont la moitié localisée en ASS, sont très vulnérables [23] aux effets négatifs de la crise sur les échanges commerciaux, les IDE, l'aide et les transferts (cf. tableau 10).

Tableau 10 Estimation de la vulnérabilité des pays africains aux effets de la crise

Vulnérabilité	Pays
Élevée	Angola, Burundi, Zambie, RDC, Centrafrique, Soudan, Nigeria, Liberia, Côte d'Ivoire, Ghana, Lesotho, Mauritanie
Moyenne	Mozambique, Malawi, Tanzanie, Madagascar, Éthiopie, Érythrée, Tchad, Niger, Cameroun, Congo, Niger, Burkina, Guinée, Sierra Leone
Faible	Kenya, Mali, Sénégal

Source: FMI, "The implications of the global financial crisis for low income countries", *mars 2009*

21 "The implications of the global financial crisis for LIC", *mars 2009. L'étude du FMI porte sur un échantillon de soixante-et-onze PFR, dont la moitié de pays d'ASS.*

22 *Les simulations se basent sur des hypothèses où les dépenses d'investissement financées par l'aide publique au développement (APD) et les IDE sont remplacées par des emprunts publics externes.*

23 *La vulnérabilité est estimée à partir de simulations visant à estimer l'impact des chocs de commerce (baisse des prix des matières premières à leur moyenne entre 1995-2007 et baisse de 10 % des autres exportations de biens et services), de transferts (baisse de 36 % pour les PFR d'ASS), d'aide (baisse de 20 % par rapport à 2008) et d'IDE (baisse de 30 % par rapport à leur valeur de 2008) en termes de perte de PIB et de ratio de réserves sur importations.*

2 | 3 L'émergence des prêteurs émergents, une source d'incertitude pour la viabilité de la dette des pays africains

Depuis quelques années, la reprise de l'endettement dans certains pays s'inscrit dans un contexte international marqué par l'apparition de nouveaux prêteurs, notamment émergents, dont les pratiques de financement s'écartent des règles consensuelles appliquées par les bailleurs traditionnels. Ainsi, les prêteurs émergents offrent des financements pour des montants élevés, parfois largement supérieurs à ceux susceptibles d'être mobilisés par le FMI ou l'IDA et sans conditionnalité, notamment en matière de gouvernance. Ces financements sont souvent proposés sous une forme peu ou non concessionnelle et peuvent être gagés sur des ressources naturelles ou assortis d'engagements de la part des pays récipiendaires (achats de biens d'équipement, fourniture de pétrole à un prix fixé à l'avance…) [24].

Les stratégies de prêt des pays émergents font ainsi régulièrement l'objet de critiques, dans la mesure où ces pays ne participent pas aux instances multilatérales de gestion ou de suivi de la dette et ne sont donc pas soumis aux disciplines collectives que leurs membres ont progressivement élaborées. Parmi les nouveaux prêteurs, la Chine est souvent mentionnée [25]. Lors du deuxième forum de coopération sino-africaine à Pékin [26] en novembre 2006, la Chine s'était ainsi engagée à doubler son aide à l'Afrique et à fournir USD 5 milliards de financement supplémentaire sous forme de prêts et de crédits sur une période de trois ans. À Charm El-Cheikh en novembre 2009, lors du troisième forum sino-africain, la Chine a par ailleurs annoncé qu'elle accorderait USD 10 milliards de prêts bonifiés à l'Afrique dans le cadre de son programme triennal.

Les aides financières accordées par la Chine prennent trois formes : les aides sous forme de dons (en général *aid in kind*) ; les prêts à intérêt zéro ; les prêts semi-concessionnels (distribués par la China Exim Bank et la China Development Bank) [27]. Cependant, les financements chinois (cf. tableau 11) font l'objet de critiques récurrentes relatives à la non-conformité aux principes de la déclaration de Paris et à leur non-concordance avec les règles de bonne gouvernance et les normes internationales.

Aussi, pour limiter les effets potentiellement négatifs de l'endettement non concessionnel, la Banque mondiale a mis en place un dispositif « préventif » de recueil d'informations sur les prêts contractés par les clients AID et leur niveau de concessionnalité. Cette exigence déclarative fait partie de la NCBP [28] (*Non Concessional Borrowing Policy*) de l'AID, approuvée par le Conseil d'administration de l'AID en juillet 2006,

Tableau 11 Stock et flux d'IDE chinois en Afrique

(en % des IDE totaux en Afrique)

Stock d'IDE chinois en Afrique			
	2003		2008
Zambie	29,3	Afrique du Sud	39,1
Afrique du Sud	9,1	Nigeria	10,2
Zimbabwe	7,5	Zambie	8,3
Nigeria	6,5	Soudan	6,8
Madagascar	5,7	Algérie	6,5
Kenya	5,2	Maurice	2,9
Gabon	4,9	Tanzanie	2,4
Guinée	2,9	Madagascar	1,9
Égypte	2,9	Niger	1,7
Maurice	2,6	RDC	1,7

(en % des IDE totaux vers l'Afrique)

Flux d'IDE chinois vers les principaux pays d'Afrique			
	2003		2008
Nigeria	32,6	Afrique du Sud	87,6
Maurice	13,7	Zambie	3,9
Afrique du Sud	11,8	Nigeria	3,0
Zambie	7,4	Madagascar	1,1
Mali	7,2	Algérie	0,8
Algérie	3,3	Maurice	0,6
Égypte	2,8	Gabon	0,6
Bénin	2,8	RDC	0,4
Mauritanie	2,3	Kenya	0,4
Ouganda	1,3	Tanzanie	0,3

Source : 2008 Statistical Bulletin of China's Outward Foreign Direct Investment

24 *Rocher (E.) (2007),* « Les risques de ré-endettement des pays en développement après les annulations de dettes », Bulletin de la Banque de France, *n° 157, janvier*
25 "Financing Development in Africa: the growing role of non DAC development partners , *G24 Secretariat, 21 juillet 2008*
26 *Le forum sur la coopération sino-africaine a été créé en octobre 2000 et a pour objectif de renforcer la coopération entre la Chine et l'Afrique. Le forum sur la coopération sino-africaine se tient tous les trois ans et donne lieu à l'élaboration d'un plan d'action triennal.*
27 *Voir Reisen (2007)*
28 *Le document de référence s'intitule* "IDA countries and non-concessional debt: dealing with the 'free rider' problem in IDA 14 grant-recipient and post MDRI countries", *Banque mondiale, 19 juin 2006.*

puis revue en juin 2008. Elle définit des mécanismes de dissuasion/sanction à l'encontre des comportements de cavalier seul de certains prêteurs et d'endettement non concessionnel des bénéficiaires IADM. En pratique, le mécanisme déclaratif n'est pas encore pleinement opérationnel du fait de l'étendue des procédures et de la coordination nécessaires entre tous les créanciers impliqués. Cependant, la conduite annuelle des CVD [29] doit permettre de sonder les pays sur leurs perspectives de souscription de nouveaux prêts, y compris, le cas échéant, de nature non concessionnelle. Sur la base de recoupements, s'il s'avérait *ex post* que des emprunteurs n'ont pas été transparents, ceux-ci s'exposeraient à des sanctions. Selon la NCBP, le dispositif de sanction doit au moins comporter :

- des clauses de durcissement sur les conditions d'assistance aux emprunteurs ;
- des réductions en volume des aides.

ENCADRÉ 2

Le CVD et les prêteurs émergents

La RDC a conclu, le 22 avril 2008, une convention de collaboration avec un groupe d'entreprises chinoises pour des investissements dans le secteur minier et les infrastructures publiques. Le montant total des emprunts prévus était de USD 9,2 milliards : USD 3,2 milliards dans le secteur minier ainsi que deux prêts de USD 3 milliards dans le domaine des infrastructures publiques.

Ces prêts consentis à des structures non étatiques étaient assortis de conditions non concessionnelles, et bénéficiaient de la garantie implicite de l'État congolais ou de son engagement à en assurer le service au moyen de recettes publiques affectées à cet effet.

Par ailleurs, au regard des critères établis par la politique de l'AID, le degré de concessionnalité du montage pouvait sembler insuffisant, ce qui aurait pu se traduire par une baisse du volume d'aide consenti à la RDC. Enfin, les termes de la convention semblaient remettre en question le statut de créancier privilégié des Instituts financiers internationaux (IFI). La question s'est alors posée de savoir si le montage financier prévu pouvait compromettre la viabilité de la dette et remettre en cause l'allégement de dette dont était susceptible de bénéficier la RDC au titre de l'initiative PPTE et de l'IADM.

En octobre 2008, les autorités congolaises, après des échanges avec le FMI et la Banque mondiale, ont réaffirmé leur intérêt pour ces financements, tout en reconnaissant le coût potentiel des garanties accordées par le gouvernement. Le FMI avait alors rappelé que ces financements n'étaient pas concessionnels et risquaient d'aggraver la vulnérabilité de la dette congolaise.

De son côté, la Banque mondiale, tout en reconnaissant les besoins d'investissements du pays dans les infrastructures, avait indiqué que l'impact de ces projets sur la croissance à long terme n'était pas évident.

Le FMI et la Banque mondiale ont ainsi proposé que certains termes de la convention soient modifiés de manière à la rendre compatible avec les conditions d'un nouvel accord triennal au titre de la facilité pour la réduction de la pauvreté et la croissance (FRPC), ouvrant la voie à un allégement de dette au titre de l'initiative PPTE et de l'IADM et à des assurances de financement de la part du Club de Paris.

Lors du conseil du FMI du 11 mars 2009 sur la requête d'octroi de la facilité contre les chocs exogènes à accès rapide, il a par ailleurs été indiqué que si la renégociation des prêts chinois était jugée satisfaisante, la question de la mise en place d'un programme FRPC pourrait être examinée par le Conseil en juin 2009.

Des avancées ont eu lieu durant l'été 2009. En novembre 2009, les autorités congolaises ont approuvé un amendement à l'accord chinois incluant trois clauses :

- *le retrait de la garantie souveraine au prêt minier ;*
- *l'annulation de la deuxième phase du projet d'infrastructures ;*
- *la limitation de la garantie souveraine à la première phase du projet d'infrastructure.*

Suite à la signature de cet amendement, une analyse de viabilité de la dette (AVD) a été élaborée par le FMI et la Banque mondiale. Celle-ci conclut que le taux de concessionnalité du prêt présentait un élément don estimé entre 42 et 46 %, conforme aux exigences du FMI, et ne modifiait pas significativement la soutenabilité de la dette de la RDC à moyen terme. Le 11 décembre 2009, le conseil d'administration du FMI a approuvé la conclusion avec la RDC d'un programme triennal de DTS 346,45 millions au titre de la FRPC.

29 *Voir le rapport du FMI* "Staff guidance note on the application of the joint fund-bank debt sustainability framework for LIC", *6 octobre 2008 pour une présentation détaillée du processus de mise en place de l'AVD et de sa fréquence. Une AVD est préparée au moins une fois par an pour les pays IDA, éligible à la FRPC.*

3| De la nécessité d'un renforcement de la coopération internationale et de la transparence

Illustrant l'impact de la crise actuelle, le nombre de demandes d'assistance financière de la part des PFR adressées au FMI a significativement augmenté, passant de cinq en 2007 à vingt-trois en 2008. À la mi-septembre 2009, la demande de financements concessionnels auprès du FMI atteignait DTS 2,1 milliards, contre DTS 0,8 milliard pour l'année 2008 dans son ensemble. Cette augmentation des besoins de financement met en exergue la nécessité d'accroître la coopération entre tous les bailleurs de fonds (nouveaux prêteurs et bailleurs de fonds traditionnels), d'une part, et de renforcer la transparence sur leurs modalités d'actions, dans le cadre des réformes en cours du cadre de viabilité de la dette, d'autre part.

3|1 Vers davantage de coopération internationale et de transparence dans le cadre du CVD

Les efforts déployés en particulier par les pays du G 7 et du G 20 pour favoriser l'utilisation la plus large du CVD se sont intensifiés à partir de 2007. Au G 7 d'avril 2007 à Washington, les ministres des finances avaient ainsi souligné l'importance d'utiliser le cadre de viabilité de la dette comme support des politiques d'endettement et de prêts par les pays débiteurs et créanciers. Ils ont souligné la nécessité d'éviter l'apparition de nouveaux cycles de surendettement en impliquant toutes les parties concernées, y compris les prêteurs.

Cette idée a de nouveau été mise en exergue dans le plan d'action élaboré par le G 8 en mai 2007 sur la bonne gouvernance financière en Afrique [30]. Il a notamment été souligné la nécessité de mettre en place des pratiques de prêt responsable, basées sur une utilisation accrue du CVD ainsi que sur un partage d'informations entre prêteurs, de manière à renforcer la coordination et contribuer ainsi à une utilisation plus efficace des fonds.

Réunis à Berlin, en octobre 2007, les ministres des finances du G 8 ont souhaité poursuivre les discussions sur l'utilisation du CVD, en associant notamment les créanciers commerciaux, du fait de l'accès croissant des PFR à des sources de financement privé. Les travaux se sont poursuivis dans le cadre du G 20, qui a mis en place un groupe d'étude sur la viabilité de la dette au cours de l'année 2008.

Ces premiers travaux ont permis de faire ressortir quelques pistes de réflexion, notamment :

• la responsabilité commune des prêteurs et des emprunteurs pour minimiser les risques de réendettement : les emprunteurs, par des efforts visant à renforcer la transparence, les capacités de gestion de la dette et le maintien de politiques macroéconomiques saines ; les prêteurs à travers le recours au CVD, qui constitue un outil-clé pour évaluer les risques de surendettement et aider aux prises de décisions de financement ;

• la nécessité de renforcer la coopération internationale, par des actions communes permettant :

– d'échanger les points de vue dans des instances internationales comme le G 20 ;
– de soutenir les emprunteurs par des programmes d'assistance technique ;
– d'envisager les moyens d'une plus grande coordination des décisions de prêt ;
– d'améliorer l'échange d'information, la transparence et les données disponibles en ce qui concerne les décisions de prêts.

3|2 La recherche d'une plus grande flexibilité du CVD

Suite aux revues internes du CVD [31] et aux recommandations du G 20 de Londres (avril 2009), le FMI et la Banque mondiale ont adopté en janvier 2010 une réforme du CVD destinée à tirer partie de toute la flexibilité autorisée par cet instrument, sans toutefois remettre en cause son objectif principal de maîtrise des stratégies de réendettement. Cette réforme a notamment pour objectif de réduire le caractère pro-cyclique du CVD (réduction des effets de seuil), notamment dans un contexte de crise, de prendre

30 " G8 action plan for good financial governance in Africa ", *19 mai 2007*. G8 2007 finance ministers meeting
31 *FMI et AID (2008),*" Staff guidance note on the application of the Joint fund-bank debt sustainability framework for low-income countries", *6 octobre 2008*

en compte la totalité des ressources externes stables (transferts de fonds des migrants) et d'encourager une réorientation des dépenses budgétaires en faveur du développement économique (prise en compte de l'impact des dépenses d'investissement public sur la croissance). De fait, la réforme [32] porte sur les éléments suivants :

• **Atténuation des effets de seuils :** les limites d'endettement externe soutenable dépendent fortement des changements des scores CPIA, qui sont en nombre très limité. La question des effets de seuil avait déjà fait l'objet de préoccupations et des modifications avaient été apportées en 2006 lorsque l'emploi d'une moyenne mobile sur trois ans de ces indices (au lieu d'un an) avait été retenu. En outre, un changement de catégorie de performance n'interviendra désormais qu'en cas de modification du CPIA supérieure à 0,05 pendant deux années consécutives.

• **Meilleure prise en compte des transferts de fonds des migrants :** pour les pays en développement présentant un niveau modéré de risque ou étant susceptible de changer de catégorie, et recevant des montants élevés et stables de transferts de migrants, sous certaines conditions, ces derniers pourraient être pris en compte dans l'analyse de viabilité de la dette, permettant ainsi d'obtenir une notation du risque plus favorable.

• **Intégration de l'impact sur la croissance des investissements financés par endettement :** une défaillance identifiée du CVD tenait au fait qu'il n'intégrait pas les effets de retour attendus des investissements publics sur la croissance économique et les recettes budgétaires qu'ils génèrent. Toutefois, malgré les difficultés méthodologiques à appréhender et modéliser cet impact, une approche en deux étapes a été retenue :

• poursuivre l'approche actuelle fondée sur l'analyse au cas par cas ;

• approfondir les travaux empiriques à travers la construction d'un modèle d'équilibre général calculable (MEGC) intégrant les effets de l'investissement public.

• **Définition des circonstances sous lesquelles la dette des entreprises détenues par l'État peut être exclue.** Le nouveau cadre considère que la dette, par défaut, englobe toutes les entreprises d'État. Cependant, dans certains cas assez limités, les entreprises publiques ayant la capacité d'emprunter sans garantie publique et celles dont les opérations n'ont qu'un impact limité sur les finances publiques pourraient être exclues du périmètre de la dette externe publique. D'autres critères spécifiques pourraient également être utilisés pour guider les décisions (indépendance managériale, existence de transferts et de subventions etc.).

Par ailleurs, afin de mieux tenir compte des changements intervenus dans l'environnement économique des PFR, les plafonds d'endettement admissibles ainsi que les conditions de concessionnalité imposées dans le cadre des programmes du FMI ont été revus en décembre 2009.

Un certain nombre d'arguments militaient en effet en faveur de davantage de souplesse en matière de concessionnalité [33] :

• les PFR ne sont pas homogènes dans leur besoin de financement, leur niveau d'endettement ou de dépendance vis-à-vis de l'aide ;

• même si les nouveaux bailleurs de fonds ont des pratiques de prêts moins concessionnels, leur apport peut constituer une source de financement additionnel pour le développement de projets, notamment d'infrastructures ;

• la crise pourrait se traduire par une réduction des flux de capitaux privés à destination des PFR et augmenter ainsi leurs besoins de financement ;

• enfin, alors que l'exigence de concessionnalité sur l'endettement externe avait, entre autre, pour objectif de limiter le risque de change lié aux financements en devises obtenus aux conditions de marché, l'augmentation de la part de la dette en monnaie locale détenue par les agents non résidents soulève la question de la pertinence de ne considérer que la dette externe. Jusqu'à présent, la dette externe

32 *FMI (2009),* "Debt limits in fund-supported programs- proposed new guidelines", Strategy, Policy and Review Department, *5 août*
33 *FMI (2009),* "Changing patterns in low-income country financing and implications for fund policies on external financing and debt", *25 février*

était définie en fonction du critère de résidence du créancier (non résident) et souvent associée à une dette libellée en monnaie étrangère. Le FMI préconise les options suivantes : pour les PFR les plus avancés et ayant des comptes de capital ouverts, si des exigences de concessionnalité apparaissent, la dette publique totale sera prise en compte, écartant la distinction entre dette externe et dette domestique ; pour les PFR ayant un compte de capital relativement fermé ou étant faiblement intégrés aux marchés financiers internationaux, le critère de résidence resterait pertinent, avec quelques aménagements. Enfin, pour les PFR dans une situation intermédiaire et pour lesquels la dette hors champ d'application du critère de résidence est importante, un critère de monnaie de libellée de la dette pourrait être utilisé. Les exigences de concessionnalité pourraient alors être appliquées à la dette libellée en monnaie étrangère, quelque soit la résidence du créancier ;

Au total, les exigences de concessionnalité, tout en restant fonction de la vulnérabilité des pays membres, sont devenus plus flexibles pour les pays ayant une forte capacité à gérer les ressources publiques. L'évaluation de cette capacité porte sur :

• l'élaboration des budgets, en particulier l'identification des dépenses nécessaires au développement (intégration d'un élément de qualité et d'orientation des dépenses) ;

• la chaîne des dépenses, les mécanismes de contrôle interne et externe, la stratégie de gestion de la dette à moyen terme, incluant l'établissement d'un *track record* des performances ;

• la qualité des institutions et la transparence des politiques menées, appréciées en combinant le CPIA et des indicateurs issus du PEFA (*Public expenditure and financial accountability*).

Pour faciliter l'équité de traitement entre les pays, étant donné la multiplicité des informations disponibles, le FMI a adopté une approche en deux étapes :

• une identification préliminaire des pays à fortes capacités, par l'utilisation d'indicateurs ayant la couverture la plus étendue possible des PFR : pour cela, un « sous-CPIA » (établi à partir du CPIA et incorporant deux composantes de politiques relatives à la dette et au budget et trois composantes de qualité de gestion financière et des institutions) et le PEFA sont utilisés ;

• une classification plus fine des pays, sur la base de ces indicateurs mais également en exploitant d'autres sources d'information (ROSC — *Reports on the observance of standards and codes* —, DEMPA — *Debt management performance assessment* —, PPA — *Project performance assessments* —, *Worldwide governance indicators*) et en intégrant le « jugement d'expert » (opinion des différents services du Fonds et de la Banque).

Dans la mesure où le CVD structure de manière croissante la programmation financière et la surveillance du FMI depuis 2005, les propositions de réforme des plafonds de dettes visent ainsi à assurer une *flexibilisation* accrue des conditions d'endettement et à individualiser les plafonds d'endettement des divers pays membres.

Dans ce contexte, la nouvelle politique du FMI fondée sur le CVD est plus flexible en proposant plusieurs options selon la situation économique de chaque PFR, pour garantir l'accès à des financements concessionnels tout en intégrant la faculté de recourir aux financements non concessionnels. Les options proposées (cf. tableau 12) visent à refléter la diversité des situations des PFR en termes de vulnérabilités d'endettement et de capacités en matière de gestion de la dette.

Ainsi, concernant les plafonds sur les emprunts non concessionnels, quatre types d'exigences de concessionnalité distincts peuvent être répertoriés en fonction de la capacité des pays.

Dans le groupe de pays à capacité inférieure, pour les pays dont les vulnérabilités d'endettement sont supérieures, le seuil de concessionnalité est d'au moins 35 %, et applicable à chacun des prêts séparément. Les prêts non concessionnels doivent alors relever de l'exceptionnel. Pour les pays dont les vulnérabilités d'endettement sont inférieures, le seuil de concessionnalité est de 35 %, avec possibilité d'emprunts non concessionnels dans les limites permettant de ne pas aggraver les vulnérabilités.

Dans le groupe des pays à capacité supérieure, pour les pays dont les vulnérabilités d'endettement sont supérieures, des limites annuelles d'accumulation de dette sont fixées en valeur actuelle. Pour les pays à faible revenu les plus avancés, ces limites peuvent être également fixées en valeur nominale. Pour les pays à vulnérabilité d'endettement inférieur, une exigence de concessionnalité minimale moyenne est établie pour les dettes contractées ou garanties sur une période donnée. En outre, les pays à faible revenu les plus avancés pourraient voir l'exigence de concessionnalité supprimée.

Les efforts de coopération internationale, déployés en particulier depuis 2007, ont abouti à une flexibilité accrue du CVD. Cette évolution, tout en maintenant l'objectif primordial du CVD de préserver la viabilité de la dette des PFR à moyen terme, devrait permettre de mieux tenir compte du nouveau contexte international de ces pays, marqué par une augmentation de leurs besoins de financement et l'essor d'une offre financière moins concessionnelle de la part des pays émergents.

Dans ce contexte, le développement des marchés financiers locaux et en devises locales, favorisé par l'atténuation du « péché originel » constitue une solution-clé pour desserrer la contrainte de financement. Le développement des marchés financiers en ASS permettrait, en effet, le recyclage de l'épargne locale, insuffisante mais relativement abondante si on tient compte d'une importante fuite des capitaux, mais également le recyclage de l'épargne des migrants et au-delà, d'une partie, même minime, des excédents d'épargne mondiaux attirée par une opportunité de diversification. Le CVD est un élément de crédibilité utile pour cette évolution souhaitable.

Enfin, le CVD fournit également aux nouveaux créanciers émergents un cadre d'action préventif au regard des dysfonctionnements passés. Si leur réticence à appliquer des règles qu'ils n'ont pas contribué à définir parait compréhensible, la prise de conscience des avantages mutuels du CVD dans un cadre multilatéral est possible. Son inclusion dans l'agenda du développement du G 20 pourrait y aider.

Tableau 12 Exigences de concessionnalité : admissibilité des PFR africains menant un programme appuyé par le FMI au 7 décembre 2009

Capacité de gestion	Degré de vulnérabilité d'endettement	
	Inférieur	Supérieur
Supérieure	Exigence minimale moyenne de concessionnalité appliquée à la dette publique extérieure ou totale ; pour les pays plus avancés, aucune exigence de concessionnalité ou limite d'endettement nominal si nécessaire :	Limite globale applicable à la VA de la dette publique extérieure ou totale ; pour les pays plus avancés, plafonnement de la dette publique totale ou extérieure en valeur nominale
	Cap-Vert	–
Inférieure	Exigence minimale de concessionnalité applicable à chaque dette, mais avec une plus grande souplesse au regard de la dette extérieure non concessionnelle (par ex., limites non nulles supérieures et non liées si cela n'aggrave pas les vulnérabilités d'endettement)	Maintien de l'exigence minimale de concessionnalité applicable à chaque dette (précédent dispositif) — probablement supérieure à 35 % —, avec des possibilités limitées, voire nulles, d'emprunt non concessionnel :
	Angola, RCA, Éthiopie, Ghana, Mali, Mauritanie, Mozambique, Niger, Sénégal, Sierra Leone, Tanzanie, Ouganda, Zambie	Burkina Faso, Burundi, Comores, RDC, Congo, Côte d'Ivoire, Djibouti, Gambie, Guinée, Libéria, Sao Tomé et Principe, Togo

Source : FMI

Bibliographie

Adelegan (O.J.) et Radzewicz-Bak (B.) (2009)
"*What determines bond market development in sub-Saharan Africa*", FMI, *Working paper* 09/213

Banque mondiale (2006)
"IDA countries and non concessional debt: dealing with the 'free rider' problem in IDA 14 grant-recipient and post-MDRI countries", *Resource Mobilization Department* (FRM), 19 juin

Banque mondiale (2009)
"Global development finance"

Beaugrand (P.), Loko (B.) et Mlachila (M.) (2002)
"The choice between external and domestic debt in financing budget deficits: the case of Central and West African countries",FMI, *Working paper* 02/79

Cabrillac (B.) et Rocher (E.) (2009)
« Les marchés de titres de la dette publique dans les pays africains en développement : évolution récente et principaux défis », *Bulletin de la Banque de France*, n° 176, 2e trimestre

Chauvin (S.) et Lantéri (M.) (2009)
"How the financial crisis is affecting Sub-Saharan Africa", *workshop* de la Banque d'Espagne, Madrid, 21-22 septembre, téléchargeable sur *http://www.bde.es/webbde/es/secciones/sobreelbanco/Conferencias/VII_Encuentro_d_6ffa0197150a121.html*

Club de Paris
http://www.clubdeparis.org/

Djoufelkit-Cottenet (H.) et Raffinot (M.) (2008)
« Viabilité de la dette des pays à faible revenu dans une perspective de réendettement postallégements de dette », ATFD, *Document de recherche* n° 75, décembre

Dorsey *et alii* (2008)
"The landscape of capital flows to low income countries", FMI, *Working paper* n° 08/51

FMI (2005)
Rapport annuel, *chapitre 3*

FMI (2006)
"How to do a debt sustainability analysis for low-income countries", octobre

FMI (2008)
"The macroeconomics of scaling-up aid scenarios: the cases of Benin, Niger and Togo", African Department, 19 septembre

FMI (2008 et 2009)
"Heavily indebted poor countries (HIPC) Initiative and multilateral debt relief initiative (MDRI) – Status of implementation", septembre

FMI (2009)
"Changing patterns in low-income country financing and implications for fund policies on external financing and debt", *The Strategy, Policy and Review Department*, 25 février

FMI (2009)
"The Fund's facilities and financing framework for low-income countries", *The Strategy, Policy and Review and the Finance Departments*, 25 février

FMI (2009)
Regional Economic Outlook Africa, avril et octobre

FMI (2009)
World Economic Outlook, octobre

FMI (2009)
"Debt limits in fund-supported programs – proposed new guidelines", *Strategy, Policy and Review Department*, 5 août

FMI et AID (2008)
"Staff guidance note on the application of the joint fund-bank debt sustainability framework for low income countries", 6 octobre

FMI (2009)
"Review of some aspects of the low-income country debt sustainability framework", 5 août

Ministère du Commerce chinois (2008)
Statistical Bulletin of China's Outward FDI

Ratha (D.), Mohapatra (S.) et Silwal (A.) (2009)
"Migration and remittance trends 2009: a better than expected outcome so far, but significant risks ahead", *Migration and Development Brief 11, Development Prospects Group*, Banque mondiale, 3 novembre

Reisen (H.) (2007)
"Is China actually helping improve debt sustainability in Africa", G 24 *Policy Brief* n° 9

Reisen (H.) (2008)
« Des donateurs traditionnels aux prêteurs émergents en Afrique », Centre de Développement de l'OCDE, *Repères* n° 57, février

Rocher (E.) (2007)
« Les risques de ré-endettement des pays en développement après les annulations de dettes », *Bulletin de la Banque de France,* n° 157, janvier

Wyplosz (C.) (2005)
"Debt sustainability assessment: the IMF approach and alternatives", HEI *Working Paper* n° 3/2007, *Graduate Institute of International Studies*, Genève, décembre

Évaluation des stocks d'investissements directs dans des sociétés non cotées en valeur de marché : méthodes et résultats pour la France

Dominique NIVAT et Agnès TOPIOL
Direction des Enquêtes et Statistiques sectorielles
Service des Investissements directs

Dans la position extérieure de la France, les investissements directs en capitaux propres sont évalués en valeur comptable et en valeur de marché. Comme les actions et titres de participation des entreprises détenus à titre d'investissement direct ne sont que rarement cotés en Bourse, c'est leur valeur comptable qui est collectée, la valeur de marché étant estimée. La position d'investissements directs en valeur comptable reste la principale référence pour les comparaisons internationales de stocks d'investissements directs étrangers (IDE). L'estimation de la valeur de marché est, en effet, un exercice complexe qui n'est réalisé que par peu de pays.

Le FMI et l'OCDE, qui font autorité en matière d'IDE, recommandent toutefois de valoriser les stocks d'investissements directs en capital social aux prix de marché, tant pour améliorer la cohérence entre les flux de la balance des paiements — exprimés, par définition, à leur prix de marché — et les stocks de la position extérieure, que pour renforcer la signification de la position extérieure globale, au sein de laquelle les autres actifs et passifs négociables sont exprimés en valeur de marché. La France se conforme de longue date à cette recommandation en estimant chaque année une position agrégée d'investissements directs en valeur de marché.

Jusqu'en 2008, l'estimation de la valeur de marché des stocks d'IDE dans des sociétés non cotées reposait sur l'utilisation de deux méthodes de valorisation différentes : la valeur de marché des stocks d'IDE français dans des sociétés étrangères non cotées correspondait à un cumul de flux actualisé par l'évolution des cours de change et les variations des indices boursiers les plus importants ; la valeur de marché des stocks d'IDE dans des sociétés résidentes non cotées était estimée par référence à la valeur boursière d'actions françaises cotées, selon la méthode dite du ratio de capitalisation fondée sur le principe selon lequel des actifs équivalents doivent valoir le même prix, à leur différence de liquidité près.

Depuis 2009, la méthode du ratio de capitalisation a été étendue aux investissements directs français à l'étranger afin d'utiliser un cadre conceptuel commun aux stocks d'IDE entrants et sortants, et conforme aux recommandations du FMI et de l'OCDE.

Les méthodes suivies jusqu'en 2008 font l'objet de la première partie de l'article. Les modalités de la nouvelle méthodologie d'évaluation des stocks d'IDE entrants et sortants en valeur de marché sont présentées dans la seconde partie. L'incidence des changements méthodologiques sur le montant des stocks d'IDE en valeur de marché est évoquée dans la troisième partie.

Du fait de la nouvelle méthodologie, exprimés en valeur de marché, les stocks d'investissements directs français à l'étranger en capital social dans des sociétés non cotées à fin 2008 passent de 845 milliards d'euros à 490 milliards d'euros, tandis que les stocks d'investissements directs étrangers en capital social dans des sociétés résidentes non cotées s'inscrivent à 269 milliards, contre 408 milliards précédemment. Il en résulte un recul de 215 milliards de la position nette en investissements directs à fin 2008, qui reste néanmoins largement positive, à 196 milliards, soit 10 % du PIB.

Un glossaire des termes techniques utilisés dans cet article figure en annexe.

Mots-clés : Valeur de marché, investissements directs, IDE, groupe international, balance des paiements, position extérieure

Codes JEL : C82, E01, F21, F23, F36, G12

NB : Les auteurs remercient Frédéric Guimiot qui a largement contribué, lorsqu'il faisait partie du service des Investissements directs, aux travaux ayant permis la rédaction de cet article.

Les stocks d'investissements directs en capitaux propres de la France sont évalués à la fois en valeur comptable et en valeur de marché. La valeur comptable des capitaux propres des entreprises d'investissement direct (ou *entreprises investies* [1]) provient de leurs comptes sociaux. On l'obtient directement, dans différentes bases de données sur les entreprises financières et non financières, pour ce qui concerne les investissements étrangers en France ; s'agissant des investissements français à l'étranger, elle provient des tableaux de filiales et participations, documents annexés au bilan, des entreprises résidentes ayant des filiales et participations à l'étranger. Pour sa part, la valeur de marché des participations au capital des entreprises investies est calculée directement à partir du cours des actions, lorsque les entreprises investies sont cotées ; elle est estimée lorsque les entreprises d'investissement direct ne sont pas cotées, c'est-à-dire dans la grande majorité des cas. Les IDE en capitaux propres dans des entreprises non cotées représentent en effet environ 90 % du montant des stocks d'investissements directs français à l'étranger et étrangers en France en valeur comptable. Le nombre d'entreprises cotées est très faible parmi la population des entreprises d'investissement direct, tant pour les investissements entrants que pour les investissements sortants : fin 2007, on comptait 62 entreprises cotées sur 4 300 entreprises non résidentes investies par des résidents et 95 entreprises cotées sur quelque 12 000 entreprises résidentes investies par des non-résidents.

ENCADRÉ 1

Le prix de marché est-il une « bonne » mesure de la valeur des stocks d'investissements directs ?

Les ouvrages de référence sur les investissements directs, tels que le Manuel de la balance des paiements, *sixième édition (FMI, 2008) ou la* Définition de référence des investissements directs, *quatrième édition (OCDE, 2008), préconisent que les stocks d'investissements directs en capital social soient évalués en valeur de marché, c'est-à-dire à leur valeur courante à la date d'arrêté de la position extérieure. Certains économistes considèrent, toutefois, que l'existence de bulles financières et la forte volatilité des prix d'actifs disqualifient le prix de marché comme instrument de mesure de la valeur des entreprises dans une perspective de long terme, tandis que, parmi les statisticiens, nombreux sont ceux qui arguent de l'impossibilité d'établir une méthode fiable d'estimation du prix de marché d'actions et titres de participation qui ne sont pas cotés en Bourse ou qui n'ont pas fait l'objet d'échanges récents. C'est ce qui explique que la recommandation du FMI et de l'OCDE ne soit que partiellement suivie au plan international.*

La convergence de ces deux oppositions, particulièrement fortes en Europe, a abouti notamment à ce que la position extérieure en investissements directs de l'Union européenne et de la zone euro soit calculée d'une part à partir de la valeur en Bourse des actions d'entreprises cotées détenues par des investisseurs directs et, d'autre part, sur la base de la valeur comptable inscrite au passif du bilan ("Own funds at book value"*) des entreprises investies lorsque celles-ci ne sont pas cotées (cf. BCE et Eurostat, 2004). La plupart des membres de l'Union européenne ont choisi de reprendre la méthode de la BCE et d'Eurostat, s'écartant ainsi du principe général et des méthodes de valorisation recommandés par le FMI et l'OCDE.*

La France privilégie sur le plan conceptuel l'évaluation au prix de marché qui peut être estimée moyennant quelques hypothèses acceptables. Cette position est fondée sur le fait que l'estimation d'une valeur de marché des stocks d'IDE permet à la fois de disposer d'une mesure globale de la valeur d'actifs acquis à différentes périodes et de mettre en cohérence les flux et les stocks d'investissements directs, ainsi que les différentes composantes de la position extérieure.

1 *Cf. glossaire en fin d'article pour une définition de ces différents termes*

1| Principales limites des méthodes de valorisation antérieures

Jusqu'en 2008, deux méthodes différentes étaient utilisées pour l'évaluation des investissements directs français à l'étranger et des investissements directs étrangers en France dans des sociétés non cotées.

1|1 Valorisation des stocks d'IDE français à l'étranger dans des sociétés non cotées : un cumul de flux actualisé par des indices boursiers

Jusqu'en 2008, la valeur de marché des stocks d'IDE français dans des sociétés étrangères non cotées était calculée en actualisant le cumul des flux d'investissements directs français à l'étranger en capital social par un indice composite rendant compte de l'évolution des cours des actions sur plusieurs places financières et tenant compte des variations de change des devises.

L'indice intégrait les évolutions des indices boursiers des principaux pays d'accueil des investissements directs français à l'étranger, chaque indice étant pondéré par la part du pays considéré dans le stock des IDE français à l'étranger en capital social. Les indices pris en compte étaient au nombre de treize, dont sept pour les pays de la zone euro (DAX allemand, IBEX espagnol, MIB italien, AEX néerlandais, BEL 20 belge, General Finlande et ATX 50 autrichien) et six pour les pays situés hors de la zone euro (Dow Jones industriel, Nikkei japonais, SMII suisse, FTSE 100 britannique, KFX danois et OMX 30 suédois), les variations de ces derniers intégrant également un « effet change ».

Cette règle de valorisation, utilisée notamment par les États-Unis [2], présente en particulier le défaut de reposer uniquement sur des évolutions de marché et de ne pas tenir compte de l'évolution des capitaux propres des entreprises investies. Ainsi, les différents facteurs qui peuvent influencer la valeur des participations dans des entreprises non cotées, tels que les gains et pertes en capital, les provisions et résultats exceptionnels ou le taux de distribution des profits, ne sont pas pris en considération.

Selon les données publiées dans le *Rapport annuel 2007 : la balance des paiements et la position extérieure de la France*, le rapport des stocks d'IDE français à l'étranger en capital social à la capitalisation boursière du CAC 40 s'établissait à 0,92 fin 2006 et fin 2007. Une confrontation de ces ordres de grandeur avec les données de l'enquête sur les investissements directs français à l'étranger (IDFE) montre que la règle de valorisation surestimait la valeur de marché des stocks d'IDE. En effet, les filiales non résidentes des entreprises résidentes sont très largement détenues par les groupes du CAC 40 et une hypothèse couramment admise est que ces derniers réalisent de l'ordre de 80 % de leur activité et de leur résultat à l'étranger. Sachant par ailleurs que près de 80 % des revenus d'investissements directs à l'étranger sont le fait des filiales et participations détenues par les groupes du CAC 40 et compte tenu de la décote d'illiquidité de 25 % appliquée aux investissements dans des sociétés non cotées, on estime que la valeur de marché des stocks d'IDE français à l'étranger en capital social devrait représenter de l'ordre de 70 % à 80 % de la valeur du CAC 40 [3]. Si l'on retient cette cible, la valeur de marché des stocks d'IDE français à l'étranger en capital social était nettement surestimée dans les résultats publiés en 2008.

1|2 Valorisation des stocks d'IDE étrangers en France par la méthode des ratios de capitalisation

Pour estimer la valeur de marché des stocks d'investissements étrangers en France en capital social dans des entreprises non cotées, on a eu recours, jusqu'en 2008, à la méthode des ratios de capitalisation. Le principe de cette méthode consiste à calculer des ratios, correspondant au rapport de la capitalisation boursière aux fonds propres (soit au rapport valeur de marché/valeur comptable), pour une population

2 *Pour le calcul des stocks d'investissements directs des États-Unis à l'étranger en valeur de marché, tel que l'effectue le* Bureau of Economic Analysis *(cf. Kozlow, 2002)*

3 *Soit (0,80/0,80) x (1 – 0,25) = 0,75. Toutefois, l'application de la décote d'illiquidité de 25 % à l'ensemble du stock d'IDE français à l'étranger en capital social revient à considérer qu'aucune filiale étrangère n'est cotée. Or, les filiales cotées représentaient à fin 2006 et fin 2007 de l'ordre de 10 % de la valeur de marché du stock d'IDE en capital social. Au total, la cible de valorisation des stocks d'IDE français à l'étranger en capital social s'établit à quelque 77 % de la valeur du CAC 40.*

de référence d'entreprises cotées en Bourse. Les ratios étaient ensuite appliqués à la valeur comptable d'entreprises non cotées comparables, moyennant un abattement pour illiquidité, qui permet de tenir compte de la différence de liquidité entre les titres non cotés et les titres cotés.

Selon les conclusions du groupe de travail européen sur la valorisation des actions non cotées [4] (WGUS, 2003), la population de référence théorique pour l'évaluation de la valeur de marché des stocks d'investissements étrangers en France devait comprendre l'ensemble des entreprises françaises cotées (soit environ 650 entreprises à fin 2007), à l'exclusion des entreprises de l'EuroStoxx 600 (70 entreprises cotées représentant 80 % de la capitalisation boursière française à fin 2007) et des entreprises ayant des fonds propres inférieurs à 10 millions d'euros (environ 120 entreprises à fin 2007), afin de ne conserver dans la population de référence que les entreprises de taille intermédiaire pour lesquelles la variance sectorielle du ratio de capitalisation est la plus réduite. La population de référence devait ensuite être répartie en onze branches d'activité définies à partir de la NAF [5], pour lesquelles devaient être calculés des ratios de capitalisation moyens pondérés à partir des comptes sociaux des entreprises et de leur capitalisation boursière, tenant compte d'une décote d'illiquidité fixe de 25 % [6]. Les ratios ainsi calculés devaient ensuite être appliqués aux stocks d'IDE étrangers en France en valeur comptable dans des entreprises non cotées, répartis suivant les mêmes branches d'activité (Durant et Massaro, 2004).

À la différence de la méthode suivie pour la valorisation des stocks d'IDE français à l'étranger, la méthode des ratios de capitalisation est conforme tant aux recommandations internationales en matière de valorisation des actions non cotées dans les comptes de patrimoine [7] qu'aux recommandations concernant la valorisation des stocks d'investissements directs [8]. Elle a été mise en œuvre suite aux recommandations du groupe de travail sur la valorisation des actions non cotées d'Eurostat, comme première étape d'un projet visant à calculer des ratios de capitalisation sur une population paneuropéenne d'entreprises cotées. Dans les conditions prévues par le WGUS d'Eurostat, la méthode des ratios de capitalisation semble relativement robuste et n'appelle pas de critiques dirimantes.

Cependant, dans la première phase d'application aux seules données françaises, l'exclusion des plus grandes et des plus petites entreprises cotées a dû être abandonnée en raison de la taille insuffisante des populations de référence. En outre, la plupart des sociétés cotées appartenant à l'indice EuroStoxx 600 sont classées en « *holdings* » ou « *holdings* financières » dans la NAF. Le ratio de capitalisation calculé pour la branche d'activité correspondant aux « *holdings* », lorsqu'on prend en compte les plus grandes entreprises cotées, est donc calculé à partir d'une population d'entreprises dont la nomenclature n'est absolument pas représentative des activités des groupes qu'elles contrôlent. Sans retraitement du code d'activité, cette branche sectorielle rassemble en fait les plus grandes entreprises et représente l'essentiel de la capitalisation boursière (54 % à fin 2007 par exemple) de la population de référence (cf. tableau A1 en annexe).

Lors de la mise en œuvre de cette méthode au plan national, les limites évoquées ci-dessus ont été signalées. Le recours à une base paneuropéenne, objectif ultime du groupe de travail européen pour constituer la population de référence des entreprises cotées et calculer les ratios de capitalisation sectoriels, devait toutefois permettre de résoudre à terme les difficultés (Durant et Massaro, 2004).

La volonté de disposer d'une même méthode d'évaluation pour les stocks d'investissements directs dans des entreprises non cotées, qu'ils soient entrants ou sortants, et les contraintes rencontrées dans l'application de la méthode des ratios de capitalisation préconisée par le WGUS d'Eurostat sont à l'origine de la révision méthodologique mise en œuvre en 2009.

4 *Les principales recommandations et conclusions du rapport du* Working Group on Unquoted Shares *ou WGUS sont présentées à l'adresse suivante : http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-RA-09-010/EN/KS-RA-09-010-EN.PDF, p. 55 et suivantes*

5 *La NAF (Nomenclature d'activités française) correspond à la NACE (nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne), définie à l'échelle européenne.*

6 *Le taux forfaitaire de 25 % de la décote d'illiquidité découle des travaux empiriques de Picart (2003), cf. glossaire.*

7 *Système européen de comptabilité régionale et nationale – SEC 95, paragraphes 7.54 et 7.55*

8 *Définition de référence des investissements directs, OCDE (2008), annexe 5, p.183-188*

2| La nouvelle méthodologie d'estimation des stocks d'IDE en valeur de marché

2|1 Un cadre conceptuel et une méthode communs pour les stocks d'IDE français à l'étranger et étrangers en France

Pour estimer de façon homogène la valeur de marché des stocks d'investissements directs, français à l'étranger et étrangers en France, la nouvelle méthodologie s'appuie sur une seule méthode, celle du ratio de capitalisation. Elle présente l'intérêt de prendre en compte à la fois l'évolution des marchés financiers — la capitalisation boursière des entreprises cotées — et l'évolution réelle de la situation financière des entreprises — les capitaux propres.

2|2 Définition des populations de référence

Dans le choix des populations de référence, nous avons retenu uniquement des entreprises et groupes cotés en France. Nous nous sommes limités à la population des entreprises constituant l'indice SBF 250, population qui représente près de 95 % de la capitalisation boursière de l'ensemble des entreprises cotées en France. Pour les stocks d'IDE étrangers en France, la population de référence est constituée des entreprises du SBF 250 hors CAC 40, tandis que pour les stocks d'IDE français à l'étranger, la population de référence est constituée des entreprises entrant dans la composition de l'indice CAC 40 [9]. Les raisons de ces choix sont les suivantes :

• Pour les stocks d'IDE étrangers en France, conformément aux recommandations du WGUS d'Eurostat (cf. partie 1|2), la population de référence choisie est composée des sociétés du SBF 250 hors CAC 40. En effet, ces dernières représentent 98 % de la capitalisation boursière de la population de référence théorique pour l'évaluation des stocks d'IDE étrangers en France en valeur de marché. Le choix d'une telle population de référence repose sur l'hypothèse que ces entreprises cotées de taille intermédiaire sont comparables aux entreprises d'investissement direct résidentes non cotées.

• Pour l'évaluation des stocks d'IDE français à l'étranger, le choix des entreprises du CAC 40 comme population de référence a été motivé par la facilité d'accès aux informations permettant le calcul de ratios de capitalisation sur longue période. Nous avons également considéré que la capitalisation du CAC 40 constitue une borne supérieure de la valeur de marché du stock des investissements directs français à l'étranger en capital social. En effet, les groupes du CAC 40 détiennent une part importante des entreprises non résidentes investies et réalisent l'essentiel de leur activité à l'étranger. De surcroît, selon les résultats de l'enquête IDFE, 75 % à 80 % des revenus des investissements directs à l'étranger actuellement enregistrés dans la balance des paiements sont le fait des groupes résidents du CAC 40 (cf. tableau 1 ci-dessous). La prise en compte de ces éléments et d'une décote d'illiquidité fixe de 25 % conduit à estimer que la valeur de marché des stocks d'IDE français à l'étranger en capital social devrait représenter environ les trois quarts de la valeur du CAC 40.

Tableau 1 Part des capitaux propres (en valeur comptable) et des résultats opérationnels courants des entreprises non résidentes investies détenues par les groupes du CAC 40

	2005	2006	2007
Capitaux propres	76	74	70
Résultats	81	79	75

Sources : enquête IDFE pour les capitaux propres et les résultats opérationnels courants des entreprises non résidentes investies ; enquête Liaisons financières *de l'INSEE (LiFi) pour la détermination du contour des groupes dont la tête de groupe est une société résidente du CAC 40.*

2|3 L'utilisation des comptes consolidés des groupes pour le calcul des ratios de capitalisation

Les ratios de capitalisation sont calculés pour les deux populations de référence à partir de données individuelles sur les groupes cotés. Les fonds propres des groupes proviennent des comptes consolidés. De façon

9 *Il s'agit en fait du CAC 40 augmenté de quelques entreprises, différentes selon les années, de façon à limiter les changements de population entre deux années consécutives induits par les entrées et sorties de l'indice. Les entreprises entrant dans la population de référence pour la détermination des stocks d'IDE français à l'étranger en valeur de marché sont exclues de la population de référence pour la détermination des stocks d'IDE étrangers en France en valeur de marché.*

générale, les capitaux propres consolidés d'un groupe sont supérieurs aux capitaux propres issus des comptes sociaux de la maison mère. Cela tient, d'une part, à l'effet « périmètre », les comptes consolidés prenant en compte l'ensemble des filiales du périmètre de consolidation, alors que les comptes sociaux n'intègrent que les éléments liés aux filiales directes, et d'autre part à la prise en compte au cours du temps de l'ensemble des résultats des filiales du groupe, alors que les comptes sociaux de la maison mère reflètent uniquement la valeur historique des participations (cf. glossaire). Sur la population des entreprises résidentes entrant dans la composition de l'indice SBF 250, on observe ainsi un écart global de 7,5 % fin 2007 entre le montant des fonds propres provenant des comptes sociaux et celui issu des comptes consolidés. Le ratio de capitalisation médian calculé pour la même population passe de 2,74 à 2,14 suivant qu'on utilise les fonds propres issus des comptes sociaux ou des comptes consolidés.

Le choix du recours aux comptes consolidés des groupes et non aux comptes sociaux des maisons mères cotées pour le calcul du dénominateur des ratios de capitalisation (contrairement à ce qui était fait précédemment) se justifie par le fait que le numérateur des ratios de capitalisation, la capitalisation boursière, reflète davantage la valeur de marché des groupes dans leur ensemble que celle des seules maisons mères. Les ratios sont ainsi plus cohérents.

2|4 Une approche sectorielle fondée sur la nomenclature des marchés financiers ICB [10]

S'agissant du classement sectoriel des entreprises des populations de référence, il est préférable d'utiliser un référentiel qui rende compte de l'activité principale des groupes plutôt que la NAF des entreprises cotées, parmi lesquelles les *holdings* sont surreprésentées. En particulier, notre approche est fondée sur l'utilisation de la nomenclature ICB, nomenclature d'activité utilisée par les marchés financiers, qui propose un cadre complet et détaillé pour réaliser des comparaisons sectorielles d'entreprises cotées au niveau international. Dans ce système de classification, l'activité principale de l'entreprise cotée est définie à partir de l'activité dans laquelle le groupe réalise la plus grande part de son chiffre d'affaires. Pour le calcul des ratios de capitalisation, nous avons regroupé les secteurs d'activité en quatre grandes branches. Le détail sectoriel retenu est volontairement plus faible que dans la méthode précédente, compte tenu de la taille des populations de référence retenues (cf. tableau A2 en annexe).

Suivant la même démarche, pour réaliser la ventilation sectorielle des sociétés investies non cotées, nous avons également procédé au retraitement du code d'activité quand cela était possible, afin d'atténuer la distorsion sectorielle induite par la présence importante de *holdings* dans ces populations d'entreprises (cf. tableau A4 en annexe). Le retraitement a consisté à attribuer aux sociétés investies classées en « *holdings* » dans la NAF, le secteur ICB de leur groupe d'appartenance, lorsque celui-ci était coté. Les entreprises investies ont ensuite été classées suivant les quatre branches sectorielles définies pour le calcul des ratios de capitalisation.

2|5 Le choix de ratios de capitalisation sectoriels médians

Nos estimations sont basées sur les ratios de capitalisation médians des quatre grandes branches sectorielles retenues plutôt que sur des ratios moyens pondérés, les ratios médians étant moins sensibles aux valeurs extrêmes.

Les ratios ainsi calculés ont été appliqués aux sociétés investies non cotées réparties suivant les mêmes quatre grands secteurs d'activités en tenant compte d'une décote d'illiquidité de 25 %. Ne disposant pas d'une estimation plus récente que celle réalisée par Picart (2003), nous avons appliqué la même décote que celle qui était appliquée dans l'approche précédente pour toutes les années.

Les estimations des stocks d'IDE en valeur de marché pour la dernière année publiée, c'est-à-dire 2008, ont été réalisées suivant les mêmes principes, mais à partir de ratios calculés pour la population du CAC 40 seulement. Pour les stocks d'IDE français à l'étranger, les ratios de capitalisation ont donc un caractère définitif ; pour les stocks d'IDE étrangers en France, nous avons appliqué les taux de croissance observés du ratio médian par secteur entre 2007 et 2008 pour les entreprises du CAC 40 aux ratios de 2007 (calculés à partir de la population SBF 250 hors CAC 40) [11].

10 Industrial Classification Benchmark

11 *Les données d'IDE (en valeur comptable et en valeur de marché) à fin 2008 présentées dans cet article sont provisoires. Lors de l'estimation des stocks d'IDE en valeur de marché à fin 2008, réalisée en avril 2009, les données comptables des entreprises d'investissement direct pour l'année 2008 n'étaient en effet pas encore disponibles.*

Le changement de méthodologie semble non seulement plus satisfaisant du point de vue conceptuel pour valoriser les stocks d'investissements directs entrants et sortants dans des sociétés non cotées, mais il limite l'impact des modifications des populations de référence et de la variation des ratios sectoriels sur la valeur de marché globale. La mise en œuvre de la nouvelle méthodologie pour la valorisation des stocks d'IDE français à l'étranger fournit en outre une estimation qui varie suivant les années entre 60 % et 75 % de la capitalisation boursière du CAC 40, ce qui est plus proche de l'ordre de grandeur attendu.

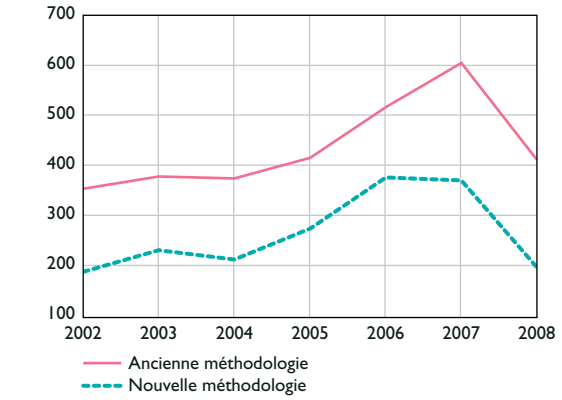
3| Incidence du changement de méthodologie sur la valeur de marché des stocks d'IDE français à l'étranger et étrangers en France

Fin 2008, pour un stock en valeur comptable de 583 milliards d'euros, la valeur de marché des stocks d'IDE français à l'étranger en capital social dans des sociétés non cotées s'établissait à 490 milliards d'euros selon la nouvelle méthodologie, contre 845 milliards d'après le mode d'évaluation antérieur. De leur côté, les stocks d'IDE étrangers en France en capital social dans des sociétés non cotées qui s'établissaient à 292 milliards en valeur comptable, se montaient à 269 milliards fin 2008 en valeur de marché, au lieu de 408 milliards selon la méthode d'estimation précédente. La position extérieure nette des investissements directs en valeur de marché à fin 2008, prenant en compte l'ensemble des avoirs et engagements, passe ainsi de 411 milliards à 196 milliards selon la nouvelle méthodologie (cf. graphique 1).

En moyenne sur la période 2002-2008 pour laquelle nous avons recalculé les valeurs de marché selon la nouvelle méthodologie l'écart par rapport aux anciennes séries atteint 278 milliards, ou 32 %, pour les stocks d'IDE français à l'étranger en capital social dans des sociétés non cotées et 106 milliards, ou 24 %, pour les stocks étrangers. On note un fléchissement de la valeur de marché des stocks d'IDE en capital social dès la fin 2007 selon la nouvelle méthodologie, alors que selon les méthodes de valorisation précédentes, il faut attendre fin 2008 pour voir les valeurs de marché chuter (cf. graphique 2).

Graphique 1 Position nette des investissements directs en valeur de marché – tous instruments

(en milliards d'euros)

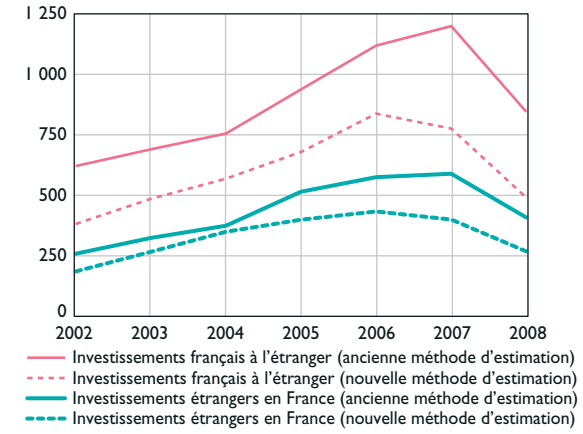


Source : Banque de France, DGS, DESS – SID

C'est pour 2008, année de fortes turbulences boursières et financières, que l'application de la nouvelle méthodologie a l'impact le plus marqué. Cela tient au fait que le ratio de capitalisation boursière des entreprises a fortement baissé au cours de l'année 2008, s'établissant pour nombre d'entre elles à un niveau inférieur à 1 en fin d'année. Sur la population des entreprises du CAC 40, 15 entreprises avaient ainsi un ratio inférieur à 1 fin 2008. Ce phénomène *a priori* étonnant n'est pas propre aux entreprises du CAC 40 puisque plus du tiers des entreprises cotées de l'EuroStoxx 600 avaient également un ratio de capitalisation inférieur à 1 fin 2008.

Graphique 2 Valeur de marché des stocks d'IDE en capital social dans les sociétés non cotées

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France, DGS, DESS – SID

Annexe

Tableau A1 Ancienne méthode de valorisation des stocks d'IDE étrangers en France en capital social dans des sociétés non cotées – poids des entreprises cotées selon les 11 branches d'activités

Branches NACE (ou NAF) recommandées par le groupe de travail WGUS d'Eurostat	Population cible (a)	Population de référence (b)		
	% du stock d'IDE en valeur comptable	% du nombre d'entreprises	% de la capitalisation boursière	ratio avec décote de 25 %
1 – Informatique et télécommunications	1,3	16,2	5,7	1,4
2 – Mines et énergie	1,0	1,1	11,2	3,6
3 – Industrie	17,3	14,6	7,7	4,5
4 – Construction	0,2	0,8	0,6	7,3
5 – Commerce	9,4	7,5	0,4	2,0
6 – Hôtels restaurants, transports et communications	1,3	2,7	1,5	3,1
7 – Intermédiation financière	13,6	2,3	10,4	1,2
8 – Assurances	1,1	0,6	4,3	0,9
9 – Auxiliaires financiers	2,6	1,0	0,1	2,2
10 – Immobilier, services non financiers et autres activités	8,6	15,7	4,3	1,7
11 – *Holdings*	39,7	37,5	53,8	1,7
Total	***100,0* (a)**	**100,0**	**100,0**	**1,7**

(a) Ensemble des entreprises résidentes non cotées investies par des non-résidents à fin 2007 dont la valeur comptable s'élève à 273 milliards d'euros sur un total de 301 milliards (entreprises investies cotées et non cotées). Pour 3,9 % du stock, le secteur d'activité est indéterminé.
(b) Les entreprises cotées en France (près de 650) dont la valeur de marché globale s'élevait à 1 730 milliards d'euros au 31 décembre 2007
Lecture : 1,3 % du stock en valeur comptable des IDE étrangers en France en capitaux propres dans des entreprises non cotées concerne la branche « Informatique et télécommunications ». Cette branche rassemble par ailleurs 16,2 % des entreprises cotées de la population de référence, représente 5,7 % de la capitalisation boursière de ces entreprises et son ratio de capitalisation moyen pondéré, avec application de la décote de 25 %, est de 1,4.
Source : Banque de France

Tableau A2 Nouvelle méthode de valorisation des stocks d'IDE en capital social dans des sociétés non cotées – secteurs d'activités retenus et correspondance avec la nomenclature ICB

Secteurs retenus	Codes ICB sur une position
Énergie, matières premières et industrie	0 – "*Oil & gaz*", 1 – "*Basic Materials*", 2 – "*Industrials*", 3 – "*Consumer goods*", 4 – "*Health care*"
Commerce et services non financiers	5 – "*Consumer services*", 6 – "*Telecommunications*", 7 – "*Utilities*"
Services financiers	8 – "*Financials*"
Nouvelles technologies	9 – "*Technology*"

Tableau A3 Ratios sectoriels médians avec décote de 25 % appliqués aux stocks d'IDE en capitaux propres, français à l'étranger et étrangers en France

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
IDE français à l'étranger							
Énergie, matières premières et industrie	1,13	1,33	1,66	1,66	2,11	1,67	1,01
Commerce et services non financiers	1,10	1,72	1,64	1,66	1,56	1,63	1,06
Services financiers	0,87	1,18	1,06	1,31	1,10	0,95	0,37
Médiane sur l'ensemble	1,10	1,35	1,38	1,62	1,64	1,47	0,90
IDE étrangers en France							*(prov.) (a)*
Énergie, matières premières et industrie	0,98	1,28	1,54	1,78	1,89	1,67	*1,01*
Commerce et services non financiers	1,24	1,49	1,55	1,58	1,58	1,44	*0,94*
Services financiers	0,84	0,84	1,33	1,21	1,33	0,94	*0,37*
Nouvelles technologies	1,11	2,01	1,96	2,46	2,24	1,84	*1,11*
Médiane sur l'ensemble	1,04	1,29	1,62	1,60	1,63	1,37	*0,89*

(a) Calculé en appliquant aux ratios de 2007 le taux de croissance observé entre 2007 et 2008 pour la population de référence des IDFE (CAC 40).
Source : Banque de France, DGS, DESS – SID

Ventilation sectorielle des investissements directs : la question des holdings

Tableau A4 Ventilation sectorielle des stocks d'IDE étrangers en France – impact du reclassement des *holdings*

(en milliards d'euros)

	2004			2005		
	NAF	Code NAF retraité (a)	Écart	NAF	Code NAF retraité (a)	Écart
Agriculture et pêche	0,4	0,4	0,0	0,5	0,5	0,0
Industries extractives	0,6	11,5	11,0	0,6	13,0	12,3
Industries manufacturières	**79,4**	**152,1**	**72,7**	**90,1**	**175,1**	**85,0**
Électricité, gaz et eau	5,7	5,8	0,1	2,6	2,8	0,2
Construction	1,0	1,1	0,0	1,6	1,6	0,0
Commerce et réparations	34,6	47,1	12,6	38,4	49,6	11,2
Hôtels et restaurants	1,6	2,0	0,4	1,5	2,2	0,7
Transport et télécommunications	10,0	22,4	12,3	12,0	23,6	11,6
Intermédiation financière	83,4	73,3	- 10,1	91,2	81,8	- 9,4
Immobilier et services aux entreprises (*holdings* ...)	**247,8**	**140,0**	**- 107,7**	**288,0**	**167,4**	**- 120,6**
Autres services	2,9	11,7	8,8	2,6	11,5	8,9
Montants non ventilés	3,8	3,8	0,0	3,2	3,2	0,0
Total	**471,2**	**471,2**	**0,0**	**532,3**	**532,3**	**0,0**

(a) Le champ comprend ici à la fois les investissements directs en capitaux propres étrangers en France et les prêts. Le retraitement consiste à remplacer, seulement lorsque l'entreprise investie est classée en holding *dans la NAF, son code d'activité par le secteur ICB de son groupe d'appartenance quand celui-ci est coté. Dans tous les autres cas, on conserve l'information sectorielle initiale.*
Lecture : La ventilation sectorielle des stocks d'investissements directs est réalisée à partir de la NAF. Cette ventilation sectorielle est toutefois peu pertinente, en raison du poids prépondérant du secteur des « holdings *», qui tient à ce que les groupes internationaux regroupent généralement tout ou partie de leurs filiales et participations sous le contrôle de sociétés* holdings*. Pour éliminer, au moins en partie, ce biais, les sociétés* holdings *sont reclassées selon le secteur économique ICB de leur tête de groupe, quand celle-ci est cotée, dans les stocks d'investissements directs par secteur d'activité depuis 2004 diffusés dans le cadre du rapport annuel de la balance des paiements. L'impact de ce reclassement est significatif, en particulier pour l'industrie manufacturière.*
Source : Banque de France, DGS, DESS – SID

Tableau A5 Valeur de marché des stocks d'investissements directs étrangers en capital social

(en milliards d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Investissements français à l'étranger							
Entreprises cotées	40	48	54	74	104	133	54
Entreprises non cotées							
Ancienne méthode d'estimation	621	690	755	938	1 119	1 200	845
Nouvelle méthode d'estimation	382	486	569	680	838	776	490
Investissements étrangers en France							
Entreprises cotées	33	23	30	54	72	63	34
Entreprises non cotées							
Ancienne méthode d'estimation	258	324	374	515	575	589	408
Nouvelle méthode d'estimation	185	267	349	399	433	400	269
Position nette							
Entreprises cotées	7	25	24	20	32	70	20
Entreprises non cotées							
Ancienne méthode d'estimation	362	366	381	423	544	611	437
Nouvelle méthode d'estimation	197	219	219	281	404	376	222
Position nette des investissements directs en valeur de marché							
Tous instruments – ancienne méthode	353	378	374	415	516	605	411
Tous instruments – nouvelle méthode	187	230	212	273	376	370	196
Capitalisation boursière du CAC 40	**682**	**772**	**819**	**1 089**	**1 326**	**1 418**	**809**

Note : La capitalisation boursière du CAC 40 provient de fichiers transmis par Nyse-Euronext sur les cours de clôture et le nombre d'actions au 31 décembre de chaque année.
Source : Banque de France, DGS, DESS – SID

Glossaire [1]

Capitalisation boursière : la capitalisation boursière d'une société est la valeur de marché de ses capitaux propres. Elle est égale au nombre d'actions composant le capital de la société multiplié par le cours de l'action en Bourse à une date donnée.

Capitaux propres : les capitaux propres d'une entreprise sont constitués des ressources apportées par les associés ou les actionnaires (capital social) et des profits dégagés par l'activité de l'entreprise (réserves et résultat). Figurant dans la partie haute du passif du bilan, ils constituent des ressources stables pour l'entreprise et correspondent à la valeur comptable de l'entreprise.

Comptes consolidés : les comptes consolidés, établis au niveau d'un groupe d'entreprises, sont évalués en normes comptables IFRS dans lesquelles les actifs devraient être valorisés à leur « juste valeur », c'est-à-dire à leur valeur de remplacement. Toutefois, bien que cette norme d'évaluation doive théoriquement rapprocher la valeur comptable de la valeur de marché, des écarts parfois importants subsistent entre ces deux valorisations, écarts qui tiennent à la difficile évaluation de certains actifs, notamment les actifs immatériels, et au fait que les marchés procèdent à leur propre évaluation des sociétés [2]. Par ailleurs, les comptes consolidés font également apparaître un « *goodwill* » ou « écart d'acquisition », différence entre les actifs (en valeur de marché) au bilan de la société achetée et sa valeur d'acquisition.

Comptes sociaux : les entreprise résidentes doivent établir des comptes sociaux (bilan, compte de résultat) selon les normes comptables françaises, dans lesquels les actifs et passifs sont enregistrés à leur coût historique.

Décote d'illiquidité : le risque financier, « est le risque de ne pouvoir vendre à son prix un titre financier. Il peut se traduire, soit par une impossibilité effective de le vendre, soit par une décote dite d'illiquidité » (lexique financier du *manuel de finance d'entreprise* Pierre Vernimmen). Ainsi se justifie l'existence d'un différentiel de valeur, toutes choses égales par ailleurs, entre les actions d'une entreprise cotée et les actions d'une entreprise non cotée. Le Système européen de comptabilité régionale et nationale – SEC 95 – recommande de tenir compte d'une telle décote (cf. paragraphe 7.54) pour l'évaluation en valeur de marché des actions non cotées.

Entreprise d'investissement direct ou entreprise investie : entreprise résidente d'une économie, dans laquelle un investisseur résident d'une autre économie – l'investisseur direct – détient directement ou indirectement au moins 10 % du capital social ou des droits de vote.

Indice CAC 40 : il s'agit du principal indice boursier de la place de Paris. Les entreprises dont les actions entrent dans la composition de l'indice CAC 40 sont représentatives des différentes branches d'activités de sorte que l'évolution de l'indice synthétise en principe les perspectives économiques et financières de l'ensemble des grandes entreprises françaises. La liste des actions entrant dans la composition de l'indice CAC 40 est régulièrement revue pour en maintenir la représentativité.

Indice EuroStoxx 600 : il s'agit d'un indice boursier composé d'actions des 600 plus grandes sociétés européennes. Il concerne des sociétés aux capitalisations élevées cotées dans l'un des pays suivants : Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Norvège, Portugal, Espagne, Suède, Royaume-Uni et Suisse.

1 *Des éléments complémentaires sur la méthodologie internationale de la balance des paiements et des investissements directs pourront être trouvés dans les manuels de référence du FMI (2008) et de l'OCDE (2008). Sur les sources et méthodes propres à la France, on pourra consulter le site internet de la Banque de France (à l'adresse* http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/base/methodologie_bdp.htm*) ou l'encadré des pages 2 à 4 dans Nivat et Terrien (2009).*

2 *Cf. Ricol, Lasteyrie et associés (2009). Cette étude montre notamment que la mise en place des normes IFRS n'a pas permis de réconcilier valeur de marché et valeur comptable et que les marchés procèdent toujours à leur propre évaluation des sociétés, qui se révèle en période de crise comme en période de croissance parfois très différente de la valeur intrinsèque de l'entreprise (montant de ses fonds propres) établie par les comptables.*

Indice SBF 250 : l'indice SBF 250 est l'indice le plus large de la Bourse de Paris. Composé de 250 valeurs (les 120 du SBF 120 plus 130 autres) inscrites aux premier et second marchés, il se veut représentatif de l'ensemble de l'économie française.

Investisseur direct : un investisseur direct est une entité résidente dans une économie qui a acquis directement ou indirectement au moins 10 % du capital ou des droits de vote d'une entreprise résidant dans une autre économie. Un investisseur direct détient une entreprise d'investissement direct opérant dans un autre pays que l'économie de résidence de l'investisseur direct.

Méthode du ratio de capitalisation (appelée encore « méthode des comparables » ou « *Price to Book ratio* – PBR ») : méthode de valorisation d'une société dont les actions ne sont pas cotées en Bourse. Elle s'appuie sur l'hypothèse que deux sociétés équivalentes (de même taille et appartenant au même secteur) doivent avoir le même facteur de valorisation (soit le ratio capitalisation boursière/capitaux propres), calculé pour les seules entreprises cotées et appliqué ensuite aux entreprises non cotées, en l'ajustant à la baisse pour tenir compte de la moindre liquidité des titres non cotés.

Position extérieure : c'est un document statistique qui recense à dates fixes les stocks d'avoirs et d'engagements financiers des résidents vis-à-vis de l'extérieur, classés selon les mêmes règles que les flux du compte financier de la balance des paiements et évalués en principe à leur valeur de marché.

Report à nouveau : le report à nouveau est un cumul des bénéfices des années antérieures non distribués et non affectés en réserves. Que le résultat de l'exercice soit bénéficiaire (bénéfice) ou déficitaire (perte), il est reporté dans les capitaux propres au passif du bilan de l'entreprise.

Réserves : les réserves regroupent les bénéfices des années antérieures réinvestis dans l'entreprise qui n'ont pas été distribués aux associés ou aux actionnaires.

Valeur comptable : ce terme renvoie aux capitaux propres inscrits au passif du bilan des entreprises (« comptes sociaux ») ou des groupes (« comptes consolidés »), établis selon des règles comptables et des normes d'enregistrement différentes. La valeur comptable des stocks d'investissements directs, à laquelle il est fréquemment fait référence dans cet article, correspond au montant des capitaux propres enregistrés au passif du bilan des entreprises investies multiplié par la quote-part du capital social des entreprises investies détenue par les investisseurs directs.

Valeur de marché : il s'agit de la base conceptuelle de référence pour évaluer les transactions et les positions d'investissements directs. Elle fournit une indication sur la valeur courante des participations, permettant ainsi de pouvoir comparer la valeur d'actifs de différentes générations. Cette base de référence permet aussi de comparer de manière cohérente les flux et les stocks.

Bibliographie

Banque centrale européenne et Eurostat (2004)
"Report of the task force on foreign direct investment", mars, téléchargeable sur *http://www.imf.org/External/NP/sta/bop/pdf/diteg1a-bp.pdf*

Banque de France (2009)
Rapport annuel 2008 : la balance des paiements et la position extérieure de la France, juin, téléchargeable sur *http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/telnomot/bdp/rap_2008/rap_2008.pdf*

Boonstra (W.) (2008)
"National savings and the international investment position: what does the current account tell us?", Zb. rad. Ekon. fak. Rij., vol. 26, sv. 1, p. 9-40, téléchargeable sur *http://hrcak.srce.hr/file/38568*

Bonnot de Condillac (É.) (1776)
« Le commerce et le gouvernement considérés relativement l'un à l'autre », Amsterdam, téléchargeable sur *http://books.google.com/books?id=GKcGAAAAQAAJ*

Durant (D.) et Massaro (R.) (2004)
« Valorisation des actions non cotées : un test à l'échelle européenne », *Bulletin de la Banque de France*, n° 124, avril, téléchargeable sur *http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_124_etu_2.pdf*

Eurostat (2003)
"*Report of the working group on unquoted shares*", mai. Les principales recommandations et conclusions de ce rapport sont présentées dans *Manual on sources and methods for the compilation of ESA 95 financial accounts*, (2009), p. 55 et suivantes ; téléchargeable sur *http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-RA-09-010/EN/KS-RA-09-010-EN.PDF*

FMI (1993)
Manuel de la balance des paiements, 5e édition

FMI (2008)
Manuel de la balance des paiements, 6e édition (projet), téléchargeable sur *https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/BPM6.pdf*

Kozlow (R.) (2002)
"Valuing the direct investment position in US economic accounts", note préparée pour le 15e *meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics*, octobre, téléchargeable sur *http://bea.gov/papers/pdf/Kozlow-Val.pdf*

Kumah (E.), Damgaard (J.) et Elkjaer (T.) (2009)
"Valuation of unlisted direct investment equity", FMI, *Working Paper* 09/242, novembre, téléchargeable sur *http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=23387.0*

Nivat (D.) et Terrien (B.) (2009)
« Les flux d'investissements directs de la France en 2008 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 177, 3e trimestre, téléchargeable sur *http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu177_4.pdf*

OCDE (2008)
« Définition de référence des investissements directs internationaux », 4e édition, avril, téléchargeable sur *http://www.oecd.org/dataoecd/39/45/40632182.pdf*

Picart (C.) (2003)
« L'estimation d'une valeur de marché des actions non cotées », *Économie et Statistiques*, n° 366, décembre, téléchargeable sur *http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?reg_id=0&id=1198*

Ricol, Lasteyrie et associés (2009)
Profil financier du CAC 40, présentation du 23 juin 2009

Simart (E.) (2007)
« Valeur au marché de la position d'investissement direct étranger », document méthodologique, Statistique Canada, mai, téléchargeable sur *http://www.statcan.gc.ca/pub/13-605-x/13-605-x2006002-fra.htm*

Wyatt (M.) (2004)
« L'évaluation selon la méthode des comparables, *Échanges*, dossier « Évaluation et négociation d'entreprises », juin, téléchargeable sur *http://www.sfev.org/public/Articles/pdf3_Wyatt.pdf*

La qualité de la circulation des billets
Un rôle essentiel de la Banque centrale

Solange MIRIGAY
Direction de l'Entretien de la Monnaie fiduciaire
et des Relations avec la Clientèle institutionnelle
Bureau d'Études techniques

Jérôme MOREAU
Direction de l'Émission et de la Circulation fiduciaire
Service de Contrôle et de Surveillance de la Filière fiduciaire

La mise en circulation des billets en euros et l'entretien de leur qualité constituent l'une des fonctions majeures dévolues à l'Eurosystème et, sur le territoire national, à la Banque de France.

Celle-ci a en charge l'entretien direct des billets dans son réseau de caisses ; elle contrôle de surcroît les opérations de traitement réalisées par d'autres opérateurs selon un cadre défini par l'Eurosystème.

Mots-clés : Billets, circulation, qualité, entretien

Codes JEL : E5, E50, E58

1| La Banque centrale européenne et l'Eurosystème

La Banque centrale européenne est l'émetteur légal des billets en euro comme en atteste la mention *copyright* imprimée sur les billets au recto à coté du drapeau européen et au-dessus de la signature du président de la BCE :

© BCE ECB EZB EKT EKP 2002

Mais la responsabilité de l'entretien de la circulation des billets est décentralisée ; elle est dévolue, au niveau national, à chacune des banques centrales de l'Eurosystème.

2| La circulation des billets au sein de l'Eurosystème

La quantité de billets en circulation dans l'Eurosystème s'élève à 12,7 milliards de coupures à fin 2009 pour une contrevaleur de 767 milliards d'euros. Le nombre de billets a presque doublé depuis la mise en circulation de la monnaie unique le 1er janvier 2002 dans les 12 pays d'origine et leur valeur totale a été multipliée par 3. Ce sont maintenant 330 millions d'habitants appartenant à 16 pays qui les utilisent.

Depuis le passage à l'euro, la valeur moyenne d'un billet en circulation a progressé de 40 à 60 € à fin 2009.

En 2009, 33 milliards de billets ont été vérifiés (ou triés) au sein de l'Eurosystème et 5,4 milliards ont été détruits.

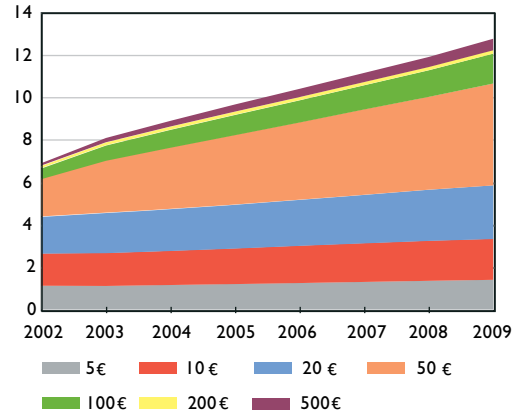
3| Le rôle de la Banque centrale

En France, le *Code monétaire et financier* précise que la Banque de France, qui est seule habilitée, sur le territoire de la France métropolitaine et des départements d'outre-mer, à émettre les billets ayant cours légal, a pour mission d'assurer l'entretien de la monnaie fiduciaire et de gérer la bonne qualité de sa circulation sur l'ensemble du territoire (Art. L. 141-5).

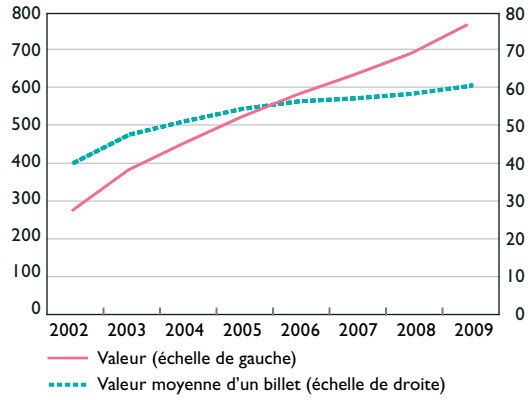
L'Institut d'Émission des Départements d'outre-mer agit par délégation de la Banque de France dans ces départements.

Graphiques 1 et 2 Circulation dans l'Eurosystème

(en milliards de billets)

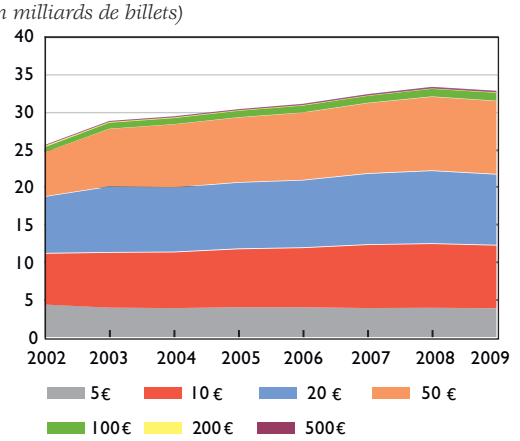


(en milliards d'euros) *(en euros)*



Graphique 3 Tri dans l'Eurosystème

(en milliards de billets)



4| L'organisation de la Banque de France et la gestion des flux de billets

La Banque de France dispose de 71 caisses institutionnelles (où s'effectuent les opérations de numéraire des établissements de crédit) réparties sur le territoire, et d'une caisse située au siège de la Banque centrale à Paris. Ces caisses reçoivent les versements de billets (et de pièces) collectés par les établissements de crédit auprès de leurs clients (commerçants notamment), et délivrent aux établissements de crédit les billets et les pièces nécessaires à l'alimentation du public (en particulier par le moyen des distributeurs automatiques de billets ou DAB).

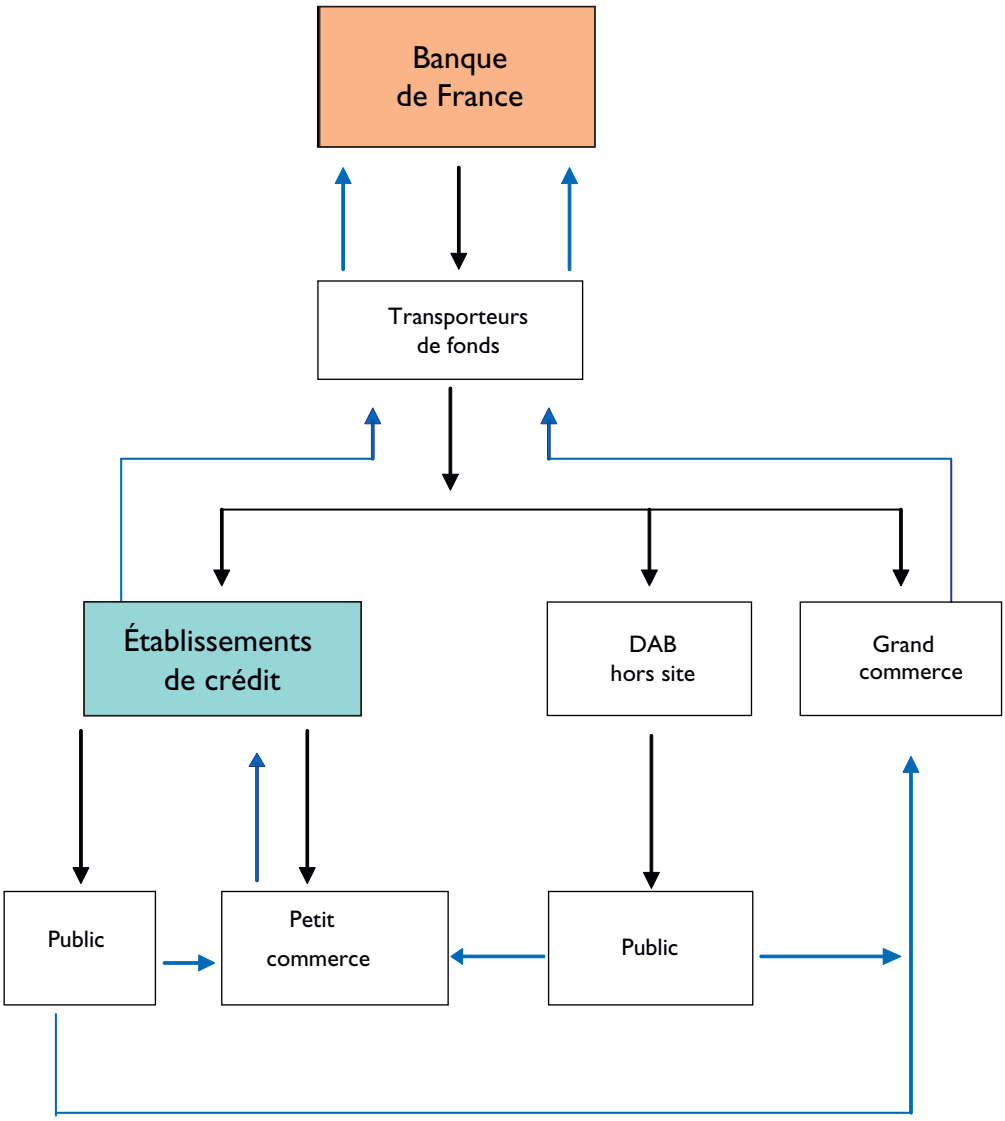
Graphique 4 Organisation des Caisses de la Banque de France

Les opérations de versement et de prélèvement de fonds auprès des guichets de la Banque de France sont effectuées par l'intermédiaire des transporteurs de fonds et les flux de billets se répartissent comme suit.

Les prélèvements et les versements de billets aux guichets de la Banque de France, après avoir augmenté de façon importante, connaissent un tassement depuis 2007, lié, pour la période la plus récente, aux effets de la crise économique.

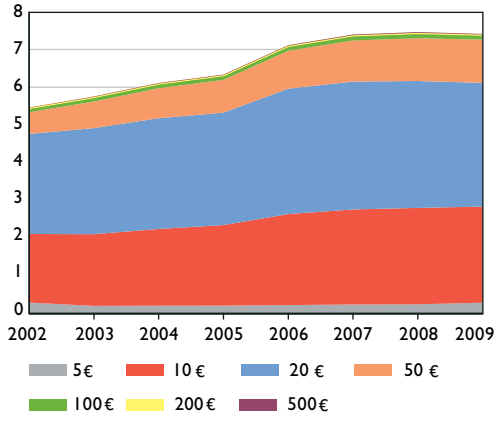
La Banque de France reçoit à ses guichets et traite une part estimée à 85 % environ des flux de billets. Le reste est recyclé par d'autres opérateurs.

Graphique 5 La filière fiduciaire en France : le circuit des billets



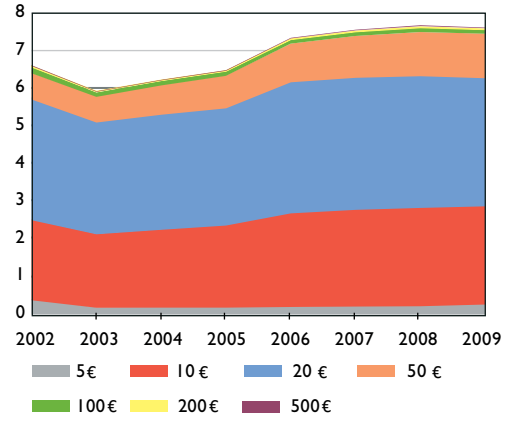
Graphique 6 France : versements

(en milliards de billets)



Graphique 7 France : prélèvements

(en milliards de billets)



Le surplus des prélèvements (billets délivrés aux établissements de crédit) sur les versements, cumulé depuis la mise en circulation de l'euro, constitue l' « émission nette » ; celle-ci correspond au volume de billets en circulation en France, si on fait abstraction des flux de billets transfrontaliers (flux liés au tourisme ou à l'activité économique).

L'émission nette progresse depuis début 2002 tant en volume, pour atteindre 2,7 milliards de billets fin 2009, qu'en valeur, avec 70 milliards d'euros fin 2009.

Toutefois la valeur moyenne d'un billet en circulation reste stable en France, aux environs de 27 euros, ce qui représente un montant beaucoup plus faible que la valeur moyenne dans l'Eurosystème, soit 60 euros.

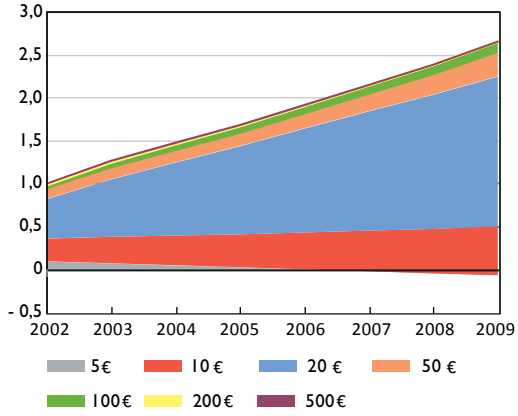
5| Délais de retour et durée de vie

En moyenne, chaque billet en circulation revient tous les quatre mois à la Banque centrale ; pour les coupures de 10, 20 et 50 euros qui sont distribuées dans les DAB, les retours sont plus fréquents, soit tous les deux mois environ.

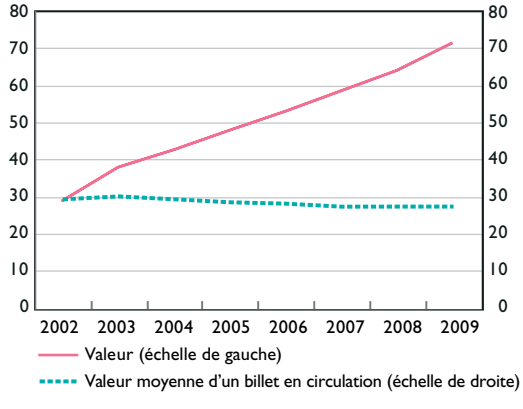
La durée de vie moyenne d'un billet est de deux années, mais elle varie fortement suivant la coupure (moins d'une année pour le 5 euros jusqu'à vingt-cinq années pour le 500 euros). Ainsi, au cours de sa vie, un billet reviendra en moyenne six fois à la Banque de France (pour le 5 € toutefois, le billet ne repassera en règle générale qu'une seule fois dans les locaux de la Banque centrale).

Graphiques 8 et 9 France : émission nette

(en milliards de billets)



(en milliards d'euros) *(en euros)*



6| Le tri des billets

À chaque passage à la Banque de France, les billets sont authentifiés et leur aptitude à être remis en circulation est vérifiée, au cours d'une opération dite de « tri ».

En 2009, 7,4 milliards de billets ont ainsi été triés par la Banque de France avant remise en circulation.

La Banque de France vérifie les billets localement sur le site où ils sont versés par les établissements de crédit. Toutefois, le site de Chamalières qui n'a pas de caisse (et ne reçoit donc pas de versements des établissements de crédit) dispose d'ateliers de tri qui permettent de pallier les augmentations saisonnières de flux d'autres sites, augmentations qui peuvent être considérables dans les régions touristiques, ou les éventuelles indisponibilités d'ateliers pour rénovation.

L'authentification comme le tri qualitatif sont réalisés selon des normes communes très strictes, définies par l'Eurosystème afin de garantir une même qualité à tous les utilisateurs de billets à travers la zone euro.

La Banque centrale nationale peut, si elle le juge opportun compte tenu de la qualité locale de la circulation, appliquer des critères de tri plus sévères. Ceci conduira à la destruction d'un volume plus important de billets usés.

Pour chaque coupure, on définit un taux de récupération qui correspond à la fraction de billets que l'on peut remettre en circulation à l'issue du tri. Celui-ci varie énormément d'une coupure à l'autre en fonction de l'usage qu'en fait le public (durée de vie), des circuits fiduciaires et d'une région à l'autre.

Le volume de billets usés détruits en France atteint entre 1,1 et 1,3 milliard de billets par an.

ENCADRÉ 1

Le tri des billets par la Banque de France

La Banque de France reçoit les versements sous forme de sacs contenant habituellement 10 paquets de 1000 billets pour chacune des coupures. Le tri est constitué de 4 opérations qui sont effectuées en un seul traitement sur une même machine : identification de la dénomination, comptage, authentification des billets et tri qualitatif.

Différentes familles de signes de sécurité sont intégrées aux billets : les signes destinés au grand public et vérifiables avec les sens (vue, toucher, ouïe), les signes destinés aux professionnels et lisibles avec des matériels équipés de capteurs, et des signes très confidentiels réservés aux banques centrales nationales, lisibles uniquement avec des capteurs très spécifiques. Ces derniers permettent l'authentification en dernier ressort des billets. Pour les signes destinés aux professionnels, on distingue trois catégories de matériel: les petits dispositifs d'aide à l'authentification qui requièrent un avis du professionnel, ceux destinés à une authentification automatique et ceux destinés aux opérations de recyclage externe (cf. paragraphe 7).

Si les billets sont jugés impropres à la circulation, ils sont détruits soit – pour la plus grande part – directement à l'aide d' un broyeur installé en ligne sur la trieuse, soit ultérieurement dans un broyeur industriel situé en Auvergne à la papeterie de la Banque de France. La Banque de France remet en circulation les billets valides ainsi que des billets neufs pour compenser les billets usés qui ont été détruits afin d'entretenir la qualité de la circulation et pour satisfaire à l'augmentation des besoins de billets.

La qualité du billet est définie par trois familles de critères : les critères mécaniques, les critères optiques et les signes de sécurité.

Les critères mécaniques sont : les trous, les cornes, les déchirures, la présence de ruban adhésif, les parties manquantes, les plis ou froissements. Les autres défauts sont : la salissure, les taches, les graffitis. Le défaut prépondérant est la salissure qui accompagne le froissement du papier.

La Banque de France utilise des capteurs de haute technologie pour détecter tous ces défauts, tels que des capteurs optiques de grande résolution, des palpeurs mécaniques, des capteurs infrarouge ou par ultrason.

Ces capteurs sont intégrés dans les trieuses de billets qui équipent les 73 sites de traitement de la Banque de France. Les machines les plus rapides sont capables de traiter les billets à une vitesse de 20 billets/seconde soit environ 300 000 billets par jour. La plupart des machines sont équipées de broyeur en ligne pour détruire immédiatement et automatiquement les billets usés.

7| Le recyclage externe

L'Eurosystème a défini un cadre européen (Cadre européen pour la détection des contrefaçons et le tri qualitatif des billets par les établissements de crédit et les autres professionnels appelés à manipuler les espèces [1] — Janvier 2005) qui autorise les parties tierces (c'est-à-dire des entités différentes des banques centrales nationales) à recycler les billets.

La possibilité, en France, pour des tierces parties (établissements de crédit, sociétés de transport de fonds, commerçants ...) de recycler les billets a été réglementée début 2005 (décret 2005-487 — arrêté d'application du 20 juin 2005 — entré en vigueur le 16 janvier 2006 et codifié depuis dans le *Code monétaire et financier*), à la suite de la transcription dans notre droit national des règles du cadre européen.

Par recyclage externe, on entend la possibilité pour des opérateurs de traiter des billets en vue de les remettre en circulation au travers de distributeurs automatiques de billets (DAB). Ce traitement, nécessairement réalisé sur du matériel automatique, n'autorise aucune appréciation par les personnes en charge de sa réalisation, quant au caractère authentique ou sur le niveau de qualité des billets. Le cas échéant, les billets ainsi traités et qui sont reconnus authentiques et de bonne qualité peuvent être redistribués au public, *via* des DAB. Ces billets n'ont dès lors plus l'obligation d'être retournés à la Banque de France pour être traités.

En France, les opérateurs souhaitant recycler doivent préalablement signer une ou plusieurs conventions avec la Banque de France et accepter les contrôles sur place de la Banque de France.

ENCADRÉ 2

Le recyclage externe

Dans le cadre du recyclage externe en France, l'organisme chargé de réaliser le traitement des billets doit au préalable signer une convention de traitement avec la Banque de France. Ce document précise le cadre dans lequel ces opérateurs peuvent réaliser ce type d'opérations et leurs obligations.

En particulier, ils doivent utiliser un matériel de traitement automatique qui a été testé par une banque centrale de l'Eurosystème et dont la capacité à authentifier et à trier qualitativement des billets en euros a été démontrée lors de ces tests. La liste de ces matériels est publiée sur le site de la BCE : http://www.ecb.int/euro/cashhand/recycling/tested/html/index.fr.html

La banque de France dispose, à l'instar d'autres BCN, d'une plateforme de test :
http://www.banque-france.fr/fr/instit/billets/professionnels/3d.htm

Par ailleurs, ces opérateurs doivent rédiger et mettre en œuvre des procédures d'exploitation et de contrôle interne. Les procédures d'exploitation doivent en particulier décrire :

- *les conditions d'utilisation des équipements de traitement automatique visant à ne remettre en circulation que des billets authentiques et de bonne qualité ;*
- *les conditions d'entretien et de maintenance des équipements de traitement automatique relatives au maintien de leurs performances en matière d'authentification et, pour les trieuses automatiques, de tri qualitatif ;*
- *les modalités de conservation et de remise sans délai à la Banque de France des billets douteux autres que ceux ne bénéficiant pas du cours légal ;*
- *les modalités de remise à la Banque de France des billets impropres à la circulation.*

Quant aux établissements de crédit qui souhaitent distribuer dans leurs DAB les billets ainsi traités, ils doivent pour leur part signer une convention de distribution avec la Banque de France par laquelle ils s'engagent à ne distribuer dans leurs DAB que des billets ayant été traités conformément aux dispositions réglementaires en vigueur, c'est-à-dire provenant de la Banque de France ou ayant été traités par un opérateur signataire d'une convention de traitement.

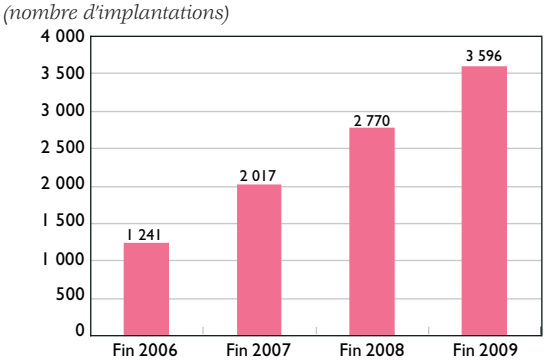
.../...

1 *Framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers* – BCE Janvier 2005

L'ensemble de ces documents est disponible sur le site de la Banque de France à l'adresse suivante :
http://www.banque-france.fr/fr/instit/billets/professionnels/page1.htm

Graphique 10 Nombre d'agences bancaires dont les DAB sont alimentés à l'aide de billets recyclés

(nombre d'implantations)



Depuis l'entrée en vigueur de ces dispositions, la Banque de France a signé une cinquantaine de conventions de traitement, principalement avec des établissements de crédit. Le nombre d'agences bancaires alimentées avec des billets recyclés s'établit à fin 2009 à près de 3 600, avec une tendance de l'ordre de 800 nouvelles agences par an. On estime à environ 15 % la part des billets traités en France par des opérateurs externes à la Banque de France en vue de les remettre en circulation.

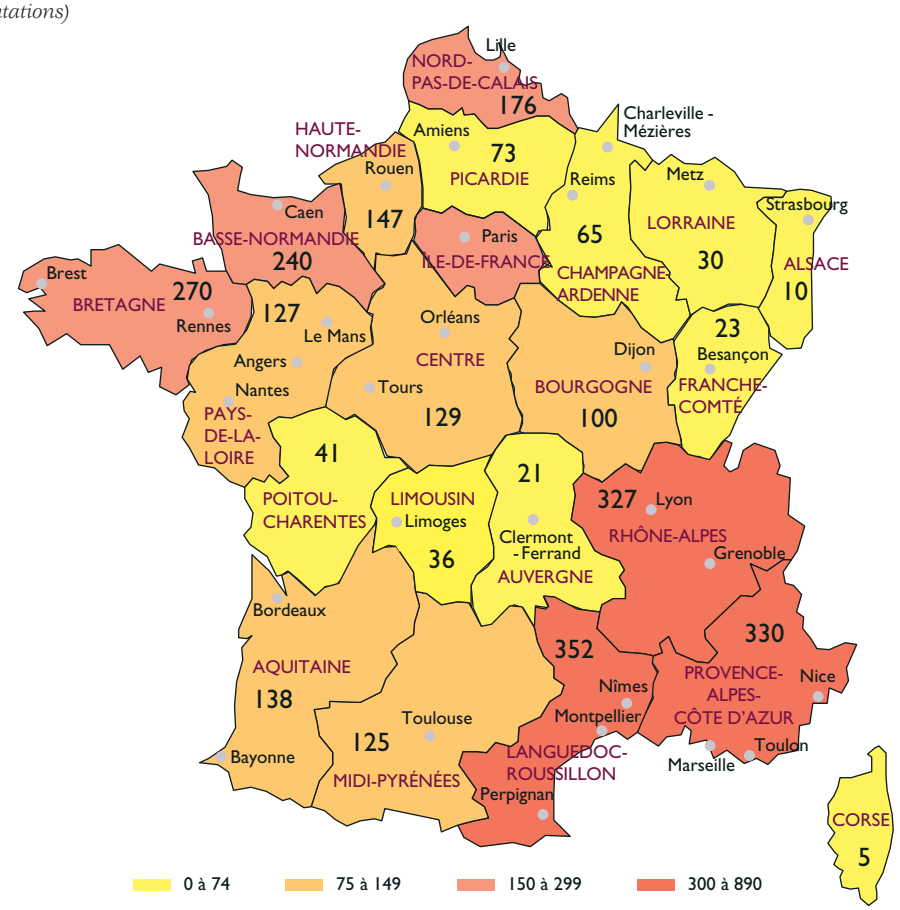
Cette croissance du nombre d'agences dont les DAB sont alimentés par des billets recyclés, qui s'explique par différents facteurs, dont en particulier un objectif des opérateurs de renforcer la robustesse de leur filière, a été rendue notamment possible grâce à l'abaissement des coûts des matériels concernés au cours des dernières années .

Le développement du recyclage externe n'est toutefois pas homogène en France, cette pratique s'étant particulièrement développée en Région parisienne et dans le sud-est de la France.

.../...

Graphique 11 Agences bancaires alimentées avec des billets recyclés à fin 2009

(nombre d'implantations)

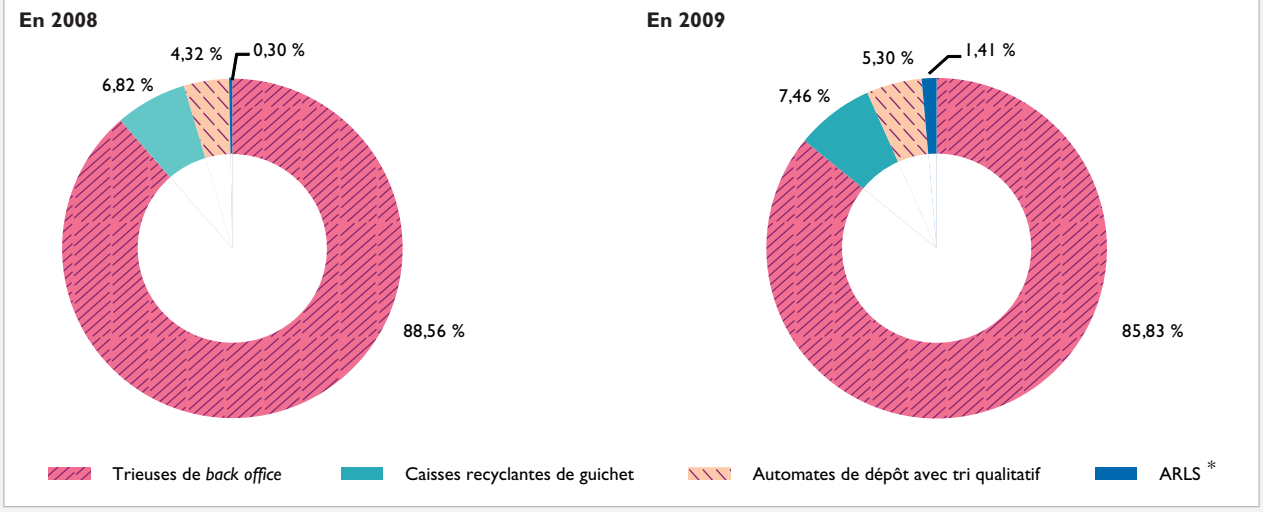


En France, la plupart des opérations de recyclage sont réalisées en agences bancaires, sur des machines dites de « back office ». Il s'agit principalement de trieuses de table, matériels de petite taille pour la plupart disposés dans un local sécurisé situé au sein des agences, et sur lesquelles des gestionnaires de valeurs des banques traitent des billets reçus de leur clientèle. À fin 2009, 7 sociétés de transport de fonds ont également signé une convention de traitement avec la Banque de France, mais une seule l'avait concrètement mise en œuvre.

La répartition par type de machines utilisées pour le recyclage des billets apparaît relativement stable au cours du temps, même si la part des autres matériels a légèrement augmenté en 2009.

Dans le cadre de sa mission fondamentale, et afin de s'assurer du respect par les opérateurs signataires de conventions de leurs obligations et de la bonne qualité des billets qu'ils remettent en circulation après traitement, la Banque de France dispose d'une équipe en charge du contrôle permanent et sur place des opérateurs. Ainsi, en 2009, 114 missions de contrôle sur place ont été diligentées. Deux mises en demeure ont été adressées du fait de l'utilisation de matériels non testés positivement par une banque centrale de l'Eurosystème et/ou inaptes à l'authentification de coupures apocryphes, et le dispositif de sanction a été mis en œuvre avec la suspension pour un opérateur de la possibilité de recycler dans les agences concernées tant que les matériels incriminés n'auraient pas été remplacés.

Graphiques 12 Types d'équipements utilisés par les opérateurs Billets



** ARLS : automate recyclant en libre service*

8| La position de la France dans l'Eurosystème

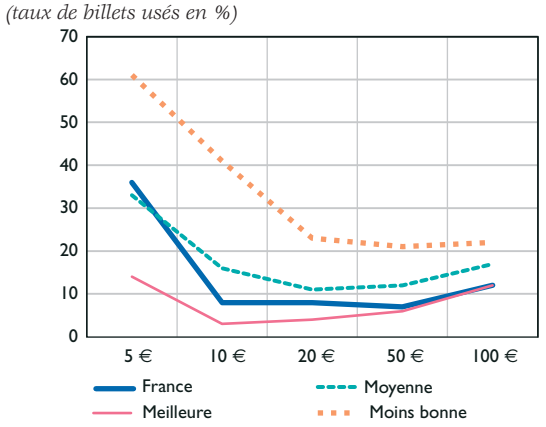
Selon une enquête annuelle interne de l'Eurosystème, la qualité des billets en France se situe parmi les meilleures de l'Eurosystème, à l'exception de celle du 5 €. Elle est le reflet de l'implication importante de la Banque centrale dans la filière fiduciaire et de la volonté de la Banque de France de maintenir cette qualité au meilleur niveau pour satisfaire le public et apporter une aide efficace contre la contrefaçon en permettant au public d'examiner le plus facilement des billets de bonne qualité [2].

L'entretien direct des billets par la Banque de France représente encore aujourd'hui environ 85 % des flux. Cette part de la Banque centrale est appelée à se réduire progressivement, à mesure du développement du recyclage externe. Toutefois la Banque de France

2 *Cf.* Bulletin de la Banque de France *N° 176, 2e trimestre 2009 – la formation des professionnels à l'authentification des billets de banque*

Graphique 13 Qualité des billets en circulation dans les pays de l'Eurosystème en 2009

(taux de billets usés en %)



estime nécessaire de conserver une part significative du tri des billets et, en tout état de cause, au minimum 50 % des flux fiduciaires, afin de continuer de contrôler et de piloter efficacement la qualité de la circulation fiduciaire, mais également de pouvoir agir avec réactivité en cas de crise impactant l'ensemble de la filière fiduciaire.

Évolutions de la monnaie et du crédit en France en 2009

Tatiana MOSQUERA YON
Direction des Statistiques monétaires et financières
Service des Analyses et Statistiques monétaires

L'agrégat monétaire M3 *de la zone euro a fortement ralenti en 2009, jusqu'à marquer une contraction d'une fin d'année à l'autre, phénomène inédit depuis la création de la monnaie unique. Il en est allé de même pour la contribution française à* M3, *dont le repli a été plus précoce et plus accentué que celui de l'agrégat de la zone euro.*

Les changements observés dans la zone euro comme en France dans la composition des agrégats monétaires témoignent, dans une large mesure, des choix de portefeuille opérés par les agents non financiers en réaction au niveau historiquement bas du loyer de l'argent à court terme et au redressement concomitant de la courbe des taux. Les agents détenteurs de monnaie ont d'une part marqué une plus forte préférence pour la liquidité sous forme de dépôts à vue au détriment des autres dépôts monétaires et des instruments négociables, et d'autre part effectué des arbitrages en faveur de placements non inclus dans M3 *offrant de meilleures rémunérations.*

Dans un environnement macroéconomique en récession, l'encours des crédits au secteur privé a peu ou prou stagné en France comme dans la zone euro. En France, l'évolution des encours de crédits aux ménages est toutefois restée positive et a notamment bénéficié de la meilleure orientation du marché immobilier au cours du second semestre. Quant aux crédits accordés aux sociétés non financières, leur ralentissement amorcé en 2008 s'est confirmé en 2009 sous l'effet de la forte réduction des encours de crédits de trésorerie et de la poursuite de la décélération des crédits à l'investissement.

Dans ce contexte, les établissements de crédit ont poursuivi la restructuration de leurs bilans sans pour autant restreindre leurs concours à l'économie : cet ajustement d'une ampleur, somme toute, limitée en 2009 s'est principalement traduit par une réduction de leurs expositions vis-à-vis du reste du monde et par un renforcement de leurs portefeuilles de titres publics.

Mots-clés : Monnaie, crédits à l'habitat, crédits aux entreprises

Codes JEL : D14, D21, E51

1| Une forte décélération des agrégats monétaires allant de pair avec un début de recomposition des bilans bancaires

1|1 Un net ralentissement de la formation d'actifs monétaires en dépit de la poussée des dépôts à vue

Après plusieurs années de forte croissance, le ralentissement de l'agrégat monétaire *M3* de la zone euro amorcé en 2008 s'est poursuivi en 2009. Le taux de croissance annuel de *M3*, qui s'était élevé jusqu'à 12,4 % en novembre 2007, était déjà revenu à 7,4 % en décembre 2008. En 2009, il a continué de baisser, atteignant – 0,3 % en novembre puis – 0,2 % en décembre, une contraction de l'agrégat inédite depuis la création de la zone euro. La contribution française à *M3* a connu pour sa part un repli plus précoce et plus marqué : son rythme de variation annuel, qui était de 4,8 % en décembre 2008, est devenu négatif dès juillet 2009 et est tombé à – 5,0 % en décembre.

Dans un contexte caractérisé par la forte baisse des taux directeurs de la BCE, le maintien du loyer de l'argent à court terme à un niveau historiquement bas et la normalisation progressive de la situation des marchés financiers, les agents économiques ont ainsi cessé d'accroître leurs avoirs monétaires en 2009. Toutefois, ils ont marqué une plus forte préférence pour la liquidité au détriment des autres dépôts monétaires et des instruments négociables, l'agrégat étroit *M1* s'inscrivant en hausse sensible dans la zone euro. En particulier, la croissance des dépôts à vue s'est nettement renforcée, atteignant en rythme annuel 13,8 % en décembre contre 1,0 % à fin 2008. Une évolution similaire a été observée en France : les dépôts à vue y ont également connu une forte progression en 2009, leur taux de croissance annuel s'élevant jusqu'à 6,1 % en décembre 2009 au lieu de – 3,8 % en décembre 2008.

Tableau 1 Évolution des agrégats monétaires zone euro et France 2007 – 2008 – 2009

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

	Zone euro (a)				France			
	Décembre 2009	Taux de croissance annuel brut (b)			Décembre 2009	Taux de croissance annuel brut (b)		
		Décembre 2007	Décembre 2008	Décembre 2009		Décembre 2007	Décembre 2008	Décembre 2009
Agrégats monétaires (en données cvs) ou **Principaux actifs monétaires** (c)								
Billets et pièces en circulation	754,3	7,7	13,0	6,3				
+ Dépôts à vue	3 723,7	3,2	1,0	13,8	510,7	6,0	- 3,8	6,1
= M1	**4 478,1**	**3,9**	**3,0**	**12,5**				
+ Autres dépôts monétaires	3 690,1	17,7	13,8	- 9,0	631,6	17,7	18,7	- 5,4
Dépôts à préavis ≤ 3 mois	1 806,8	- 3,5	1,2	15,4	500,2	5,0	11,1	2,9
Dépôts à terme ≤ 2 ans	1 883,3	41,0	23,5	- 24,2	131,4	100,4	45,0	- 27,4
= M2	**8 168,1**	**10,5**	**8,1**	**1,7**				
+ Instruments négociables	1 166,5	20,1	3,5	- 10,2	461,0	16,5	5,5	- 14,5
Dont : Titres d'OPCVM monétaires	677,7	8,9	2,8	- 1,4	368,2	1,5	11,0	- 0,2
Titres de créance ≤ 2 ans	140,0	62,2	- 11,6	46,6	51,5	74,0	- 10,4	- 56,2
= M3	**9 334,6**	**11,4**	**7,4**	**0,0**				
Contribution française à M3 (d)					**1 655,2**	**16,3**	**4,8**	**- 5,0**

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

Ce changement dans la composition des encaisses monétaires des agents non financiers, observé dans la zone euro comme en France, témoigne sans doute, pour une bonne part, de choix de portefeuille dictés par le bas niveau des taux d'intérêt à court terme : la forte diminution des taux de rémunération des placements à très court terme a réduit le coût d'opportunité de la détention des actifs les plus liquides et favorisé leur développement au détriment des autres placements monétaires. Au total, la proportion de dépôts à vue dans les actifs monétaires, traditionnellement plus élevée dans la zone euro qu'en France (37,8 % contre 25,7 % en moyenne sur 2009), s'est encore accrue.

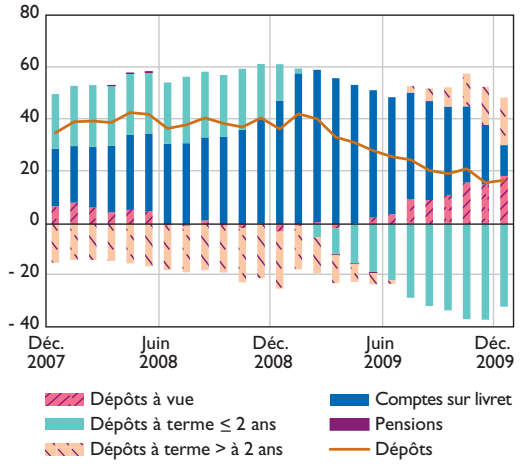
1|2 Des réallocations d'actifs au profit des placements à moyen ou long terme

Dans la zone euro, l'agrégat étroit *M1* a conservé tout au long de l'année un taux de croissance positif, alors que les autres composantes de l'agrégat large *M3* ont connu des évolutions contrastées. Les dépôts à préavis inférieur à trois mois ont vu leur rythme de croissance augmenter nettement (15,4 % en décembre contre 1,2 % à fin 2008) du fait de la forte préférence des épargnants pour la liquidité. En contrepartie, les dépôts à terme inférieur à deux ans ont été sensiblement affectés par les réallocations d'actifs, leur variation annuelle tombant de 23,5 % à fin 2008 à – 24,2 % à fin 2009. La baisse des taux d'intérêt à court terme a également pesé sur le taux de croissance des instruments négociables à moins de deux ans qui ont surtout pâti d'arbitrages en faveur des placements non monétaires. En conséquence, les taux de progression des composantes *M2-M1* et *M3-M2* ont baissé de manière prononcée d'une fin d'année à l'autre, passant respectivement de 13,8 % à – 9,0 % et de 3,5 % à – 10,2 %.

La contribution française à *M3* a également porté la marque d'amples réallocations d'actifs opérées par les agents économiques en réaction au redressement de la courbe des taux. Cependant, les décisions des pouvoirs publics relatives à l'épargne réglementée ont également contribué au ralentissement des dépôts à préavis inférieur à trois mois (2,9 % en décembre 2009 contre 11,1 % en décembre 2008). Certes, au tournant de l'année 2008, l'imminence de l'extension à l'ensemble des réseaux bancaires de la distribution du livret A, jointe au taux de rémunération attractif de ce placement (4 %), ont d'abord stimulé la collecte (cf. graphiques 1 et 2), le rythme de croissance annuel des dépôts à préavis inférieur à trois mois atteignant alors un pic (11,1 % en décembre 2008 et 13,4 % en janvier 2009). Toutefois, ce rythme de croissance s'est ensuite progressivement amenuisé au fil des abaissements successifs des taux de rémunération

Graphique 1 Structure des dépôts des ménages

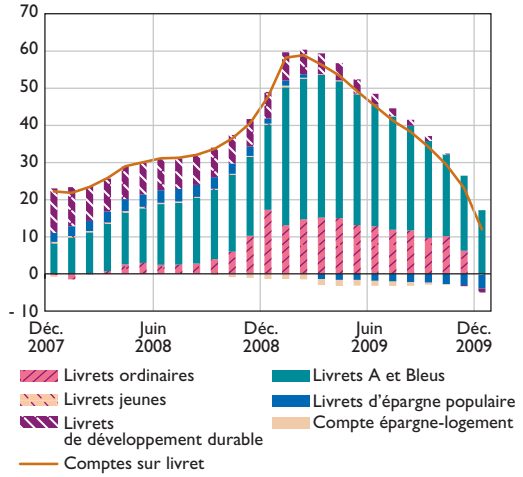
(flux annuels en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Graphique 2 Répartition des comptes sur livret

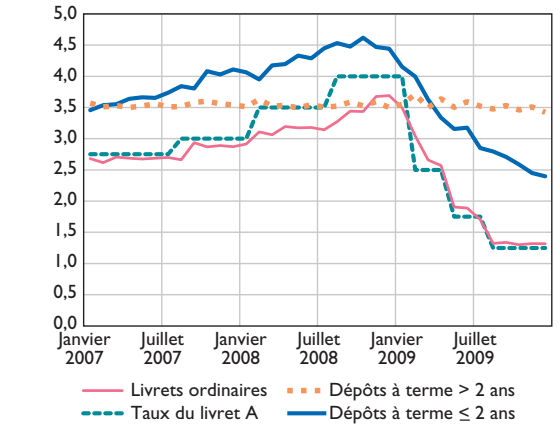
(flux annuels en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Graphique 3 Rémunération des dépôts à terme et comptes sur livret et évolution des taux de marché

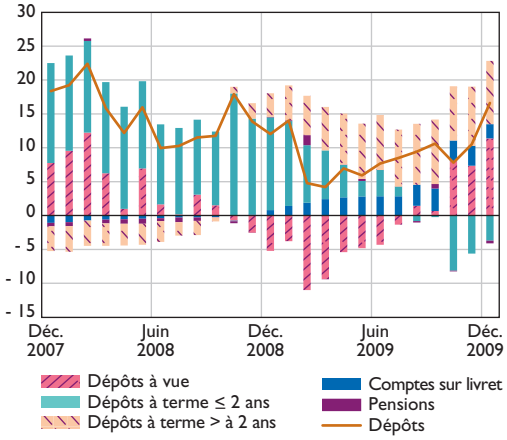
(en %)



Source : Banque de France

Graphique 4 Structure des dépôts des SNF

(flux annuels en milliards d'euros)



Source : Banque de France

servis sur les livrets à taux de marché et les livrets d'épargne réglementée (cf. graphique 3).

La forte diminution des encours de dépôts à terme de moins de deux ans (– 27,4 % en rythme annuel en décembre 2009) a été en ligne avec les tendances observées au sein de la zone euro. Ces dépôts, qui représentent en France une part sensiblement moins importante des dépôts monétaires que dans le reste de la zone euro (8,7 % contre 22,3 % en moyenne sur 2009), ont été eux aussi pénalisés par la forte baisse des taux du marché monétaire.

Les instruments négociables inclus dans la contribution française à *M3* ont également subi en 2009 une contraction (– 14,5 % à fin décembre). Les OPCVM monétaires ont enregistré au quatrième trimestre une forte décollecte expliquant la quasi-stagnation de l'encours d'une fin d'année à l'autre (– 0,2 %). De même, l'encours des titres de créance de moins de deux ans détenus par les agents non financiers a nettement diminué (– 56,2 % en décembre 2009 en rythme annuel), indice de la capacité retrouvée des établissements de crédit à se refinancer à moyen ou long terme mais aussi de la quête par les investisseurs de placements davantage rémunérateurs.

Ce comportement a notamment été le fait des sociétés non financières (SNF) qui ont délaissé les dépôts à terme inférieur à deux ans au profit des dépôts à plus long terme tout en reconstituant leurs liquidités sous forme de dépôts à vue (cf. graphique 4).

Cela a été également le cas, quoique dans une moindre mesure, des ménages qui ont en particulier manifesté un regain d'intérêt pour les plans d'épargne-logement en raison du maintien de la rémunération de ces derniers à 2,5 % (taux à l'ouverture de nouveaux plans), soit le double de celle des livrets d'épargne réglementée à partir du mois d'août 2009.

1|3 Un réaménagement des passifs bancaires

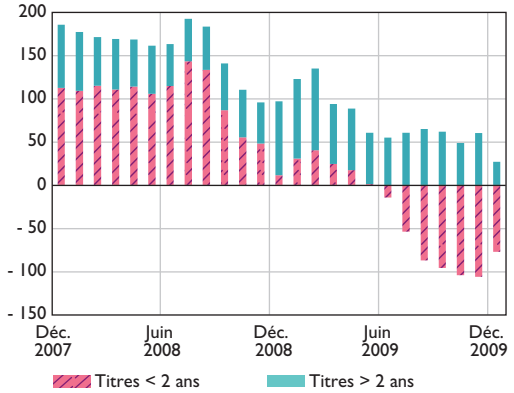
La croissance du bilan agrégé des établissements de crédit français [1], comprise durant plusieurs années entre 5 % et 10 % par an, avait connu une accélération marquée en 2006 et 2007. Son rythme était passé de 13,4 % en 2006 à 18,9 % en juin 2007, essentiellement en raison de la vigueur de la distribution de crédit et du développement de l'activité internationale des banques. Au passif, cette phase d'expansion des bilans bancaires s'était traduite par une forte croissance des ressources à court terme et des dépôts transfrontières.

Ces tendances se sont inversées entre l'automne 2007 et la mi 2008, avant que l'accentuation de la crise financière ne conduise durant l'automne 2008 à un très net durcissement des conditions de financement pratiquées par les banques, au moment même où la perspective de la généralisation de la distribution du livret A accentuait la concurrence sur la collecte des dépôts à court

1 *Le bilan agrégé est obtenu à partir des bilans individuels sur base sociale des établissements de crédit résidents (métropole + DOM).*

Graphique 5 Répartition par durée initiale des titres de créance émis par les établissements de crédit

(flux annuels en milliards d'euros)



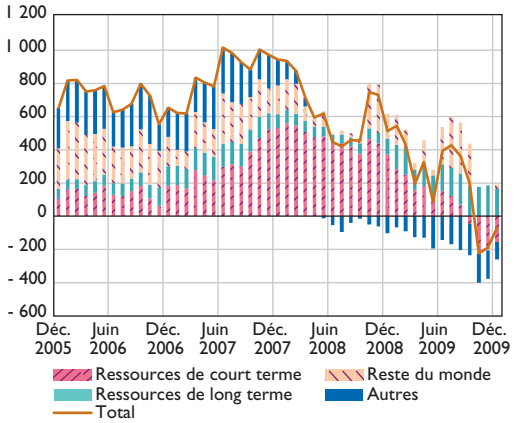
Source : Banque de France

terme. Les tensions alors apparues sur les marchés se sont accompagnées d'un fort ralentissement des échanges sur le marché interbancaire tandis que la montée des incertitudes au plan macroéconomique conduisait à un repli de l'activité de prêts à l'international, contrepoint de la baisse des dépôts du reste du monde inscrits au passif des établissements de crédit résidents. La croissance des bilans bancaires s'est également ralentie sous l'effet des dépréciations des portefeuilles titres mais aussi de la volonté des banques de limiter leur exposition aux risques.

En 2009, sur fond de normalisation progressive des marchés financiers, la contraction des bilans bancaires s'est surtout opérée au détriment des émissions de titres courts et des activités transfrontières, les établissements de crédit privilégiant la recherche de ressources longues parallèlement à leurs efforts de collecte de dépôts. La durée moyenne des ressources figurant au passif du bilan des établissements de crédit implantés en France s'est ainsi notablement allongée, les flux annuels des ressources à court terme (ressources à moins de deux ans) devenant négatifs à compter de septembre 2009 pour atteindre – 155 milliards d'euros à fin décembre, alors que ceux des ressources à long terme (ressources à plus de deux ans) continuaient d'augmenter jusqu'en fin d'année (164 milliards). De fait, les établissements ont fortement réduit leurs émissions de certificats de dépôt pour émettre à plus long terme, quitte à mobiliser davantage de garanties, notamment sous la forme de portefeuilles de prêts à l'habitat, et à supporter une hausse de leur coût de financement du fait de l'accentuation de la pente de la courbe des rendements, même si les obligations qu'ils ont émises l'ont été à un coût beaucoup plus faible qu'en 2008 lorsque les incertitudes sur leur situation financière les avaient contraints à accroître sensiblement la rémunération de leurs titres.

Graphique 6 Passif des établissements de crédit

(flux annuels en milliards d'euros)



Source : Banque de France

2| La distribution du crédit semble avoir été peu affectée par les ajustements des bilans bancaires

Après une croissance soutenue entre 2004 et 2007, suivie d'une forte décélération en 2008, l'encours des crédits au secteur privé a quasiment stagné de la fin 2008 à la fin 2009, tant en France que dans l'ensemble de la zone euro.

En France, les crédits au secteur financier ont subi une contraction particulièrement prononcée (– 21 % en rythme annuel à fin décembre 2009), confirmant le retournement observé en 2008 (– 9,2 % en décembre 2008) qui avait fait suite au déclenchement de la crise financière à l'été 2007.

S'agissant des crédits accordés aux sociétés non financières (SNF), les encours ont également fortement ralenti, leur taux de croissance annuel devenant négatif au quatrième trimestre 2009, pour s'établir à – 0,9 % en décembre.

La distribution des crédits aux ménages a été moins affectée par la dégradation du contexte économique,

Tableau 2 Crédits au secteur privé en France

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

	Encours brut	Taux de croissance annuel brut		
	Décembre 2009	Décembre 2007	Décembre 2008	Décembre 2009
Secteur financier	**107,5**	**39,1**	**- 9,2**	**- 21,0**
Secteur non financier	**1 756,6**	**12,2**	**8,3**	**1,8**
Sociétés non financières	770,4	13,7	9,5	- 0,9
Dont : *Investissement*	*325,2*	*11,6*	*11,7*	*4,4*
Trésorerie	*184,9*	*16,8*	*7,9*	*- 14,3*
Autres	*260,3*	*13,8*	*8,2*	*3,9*
Ménages (a)	986,2	11,0	7,3	4,1
Dont : *Habitat*	*735,6*	*13,0*	*8,6*	*4,0*
Trésorerie	*161,9*	*4,6*	*2,4*	*3,4*
Autres	*88,7*	*7,9*	*5,4*	*6,4*
Total des crédits au secteur privé	**1 864,0**	**14,1**	**6,8**	**0,2**

(a) Particuliers, entrepreneurs individuels et institutions sans but lucratif au service des ménages

en dépit de la contraction de l'activité sur le marché de l'immobilier. La croissance des encours a certes continué de se modérer en 2009, mais elle est restée positive, son rythme annuel marquant au demeurant un rebond assez significatif en fin d'année (+ 4,0 % en décembre 2009, après 3,4 % en octobre, un plus bas depuis près de 11 ans).

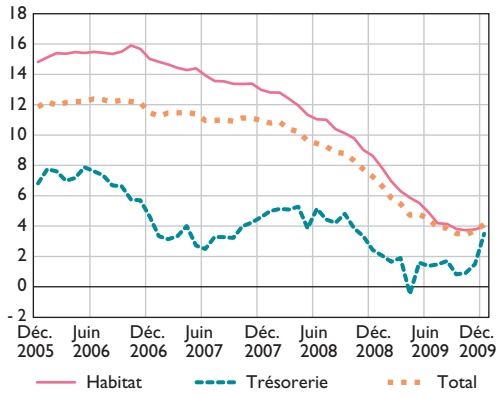
2|1 Le ralentissement du crédit à l'habitat explique la faible croissance des crédits aux ménages

Le ralentissement des crédits aux ménages amorcé en 2006 s'est poursuivi de manière graduelle jusqu'en 2007 pour ensuite s'accentuer jusqu'au début de l'année 2009, avant que ne se dessine une légère reprise au dernier trimestre (cf. graphique 7).

L'accentuation de la crise financière au tournant de l'année 2008 et la dégradation du contexte macroéconomique ont conduit une partie des acheteurs potentiels de biens immobiliers à faire preuve d'attentisme en vue de tirer profit d'un possible repli des prix de l'immobilier et de taux de crédits à l'habitat moins élevés. La demande de crédit des ménages, telle qu'elle a été perçue par les banques interrogées dans le cadre de l'enquête de la Banque de France sur la distribution du crédit, a ainsi diminué jusqu'au deuxième trimestre 2009 tandis que la baisse des prix de l'immobilier se poursuivait.

Graphique 7 Crédits aux ménages (après réintégration des crédits titrisés)

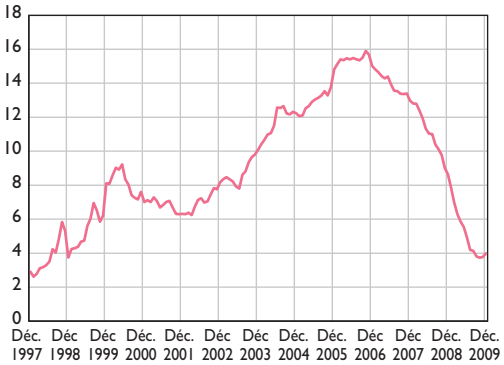
(taux de croissance en %)



Source : Banque de France

Graphique 8 Crédits à l'habitat (après réintégration des crédits titrisés)

(taux de croissance en %)



Source : Banque de France

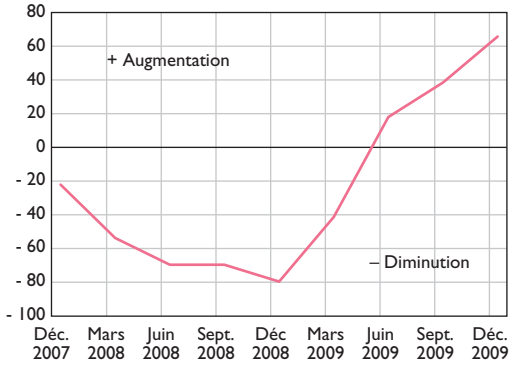
Toutefois, au second semestre, la demande de prêts des ménages, confortée par les différentes mesures prises ces dernières années en faveur de l'accession à la propriété ainsi que par la stabilisation des prix de l'immobilier, a semblé mieux orientée. Dans le même temps, encouragées par la normalisation des marchés financiers et le redressement des perspectives économiques, les banques ont mis un terme à la phase de resserrement de leurs conditions de crédit entamée à la fin de 2007.

La demande des ménages a également bénéficié de la poursuite de la diminution des taux d'intérêt des crédits à l'habitat qui a accompagné la baisse du loyer de l'argent. Dans un contexte où la distribution de prêts à taux fixe [2] reste prépondérante en France (90 % du flux mensuel de crédits nouveaux à l'habitat en moyenne en 2009), la baisse des taux conjuguée aux premiers signes pouvant laisser présager une reprise du marché de l'immobilier, a conduit davantage d'investisseurs potentiels à saisir des opportunités d'achat.

Parallèlement, le redressement de la demande de crédits à la consommation perçu par les banques dès le deuxième trimestre 2009, a alimenté au second semestre la reprise de la croissance des encours correspondants.

Graphique 9 Demande de crédits à l'habitat des ménages

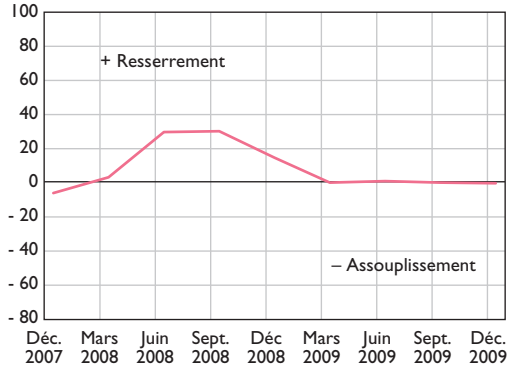
(solde des réponses pondérées des banques en %)



Source : Banque de France

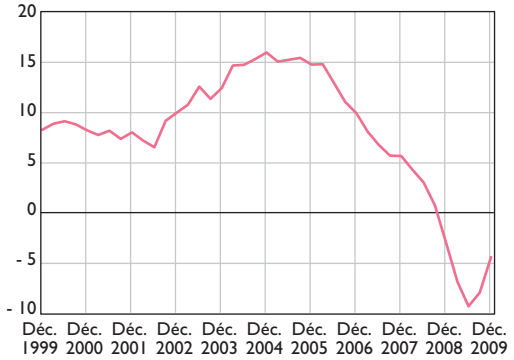
Graphique 10 Critères d'octroi des crédits à l'habitat

(solde des réponses pondérées des banques en %)



Graphique 11 Prix de l'immobilier ancien

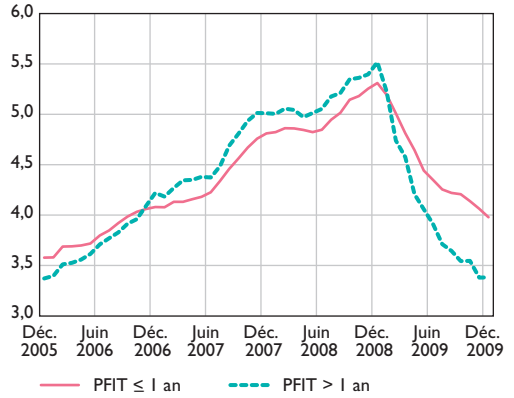
(variation annuelle en %)



Source : INSEE

Graphique 12 Taux des crédits à l'habitat

(en %)



Source : Banque de France

2 *Période de fixation initiale du taux (PFIT) supérieure à un an*

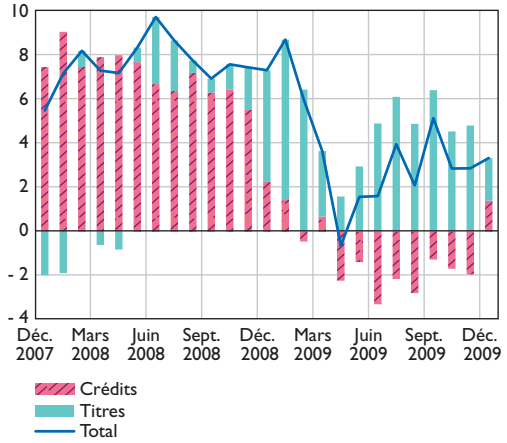
2 | 2 La contraction des crédits de trésorerie a pesé sur l'évolution de l'ensemble des crédits aux sociétés non financières

Le ralentissement des crédits accordés aux sociétés non financières amorcé en 2008 s'est confirmé en 2009 sous l'effet du net recul des encours de crédits de trésorerie et de la décélération progressive des crédits à l'investissement (cf. graphique 13).

Cependant, cette évolution ne s'est pas traduite par une contraction des sources de financement mises à la disposition des entreprises : l'endettement des sociétés non financières a continué à augmenter de manière assez soutenue (3,9 % en 2009 en rythme annuel) alors même que leur activité s'inscrivait en fort repli. Contrairement à l'évolution enregistrée en 2008, les entreprises ont pu profiter de la meilleure orientation des marchés et du resserrement des *spreads corporate* pour recourir assez largement aux émissions de titres de créance à compter du deuxième trimestre. Le taux de croissance annuel de l'encours émis a ainsi atteint 16,9 % en décembre contre 10,6 % en janvier (cf. graphique 14). Les SNF ont ce faisant privilégié les levées de fonds à moyen ou long terme, accroissant leurs flux annuels d'émissions nettes sur ce segment de 24,4 milliards d'euros en janvier à 63,7 milliards en décembre 2009. La substitution des financements de marché aux financements bancaires a toutefois semblé s'atténuer en fin d'année, le taux de croissance de ces derniers se redressant quelque peu.

Graphique 14 Endettement des SNF par source de financement

(flux mensuels CVS en moyenne sur trois mois)

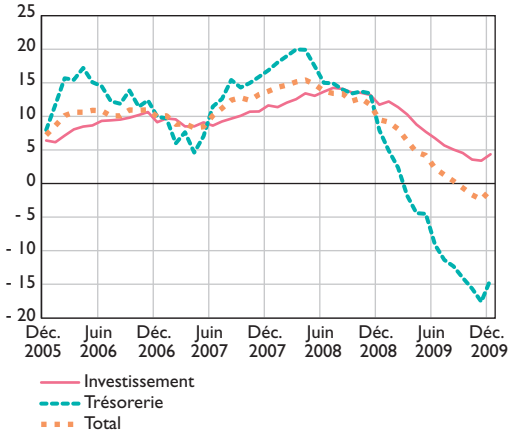


Source : Banque de France

Le moindre recours aux émissions de billets de trésorerie et la contraction des encours de crédits à court terme ont résulté pour une bonne part de la diminution des besoins de financement des entreprises. Ces dernières, confrontées à une forte diminution de leur chiffre d'affaires et de leurs carnets de commandes, ont ainsi comprimé leurs besoins en fonds de roulement, et notamment réduit massivement leurs stocks. Le déstockage qu'elles ont opéré, le plus important jamais observé depuis 1984, a largement pesé sur l'évolution des crédits de trésorerie et conduit à une contraction des encours d'une ampleur sans précédent (cf. graphique 15).

Graphique 13 Crédits aux SNF

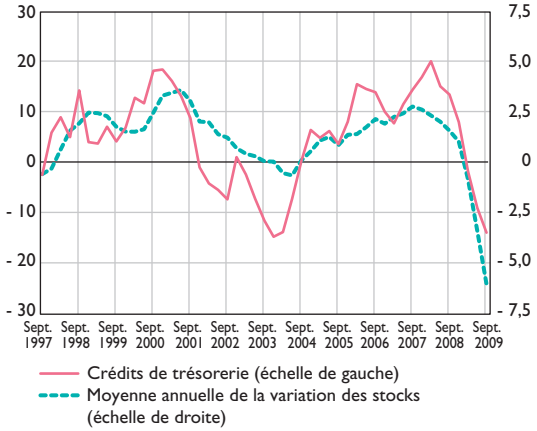
(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

Graphique 15 Crédits de trésorerie et variation des stocks

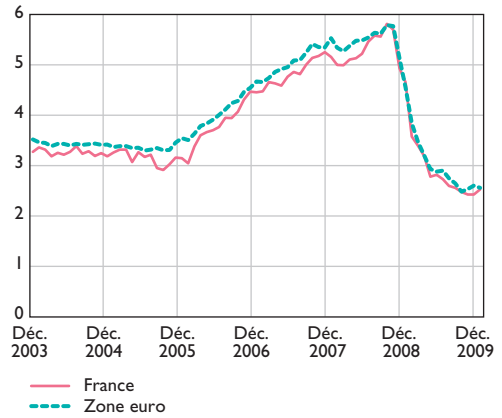
(taux de croissance annuel) *(moyenne annuelle en milliards d'euros)*



Source : Banque de France, INSEE

Graphique 16 Taux des crédits aux SNF

(en %)



Source : BCE, Banque de France

Dans cette phase de repli de l'activité économique, le resserrement des critères d'octroi des banques s'est progressivement atténué. Après deux années de durcissement, ces critères ont recommencé à être assouplis au quatrième trimestre, la normalisation des marchés permettant également aux banques de réduire leurs conditions débitrices en raison notamment de conditions de refinancement plus favorables et de la baisse du coût de leur ressource.

La diminution du loyer de l'argent s'est de fait accompagnée d'une baisse assez marquée des taux débiteurs. Elle s'est ainsi largement répercutée sur les conditions des crédits à taux variable au cours du premier semestre (cf. graphique 17). En outre, la baisse des conditions des crédits à taux fixes, quoique plus progressive, a permis pour la première fois depuis 2003 de revenir en fin d'année à des niveaux proches des taux obligataires à long terme. Au cours du second semestre, l'écart entre les taux débiteurs et le loyer de l'argent à court terme a certes progressivement augmenté, mais sans pour autant traduire un renchérissement significatif des conditions de crédit, puisqu'il est revenu en fin d'année à des niveaux proches de ceux observés avant la crise (environ 100 points de base).

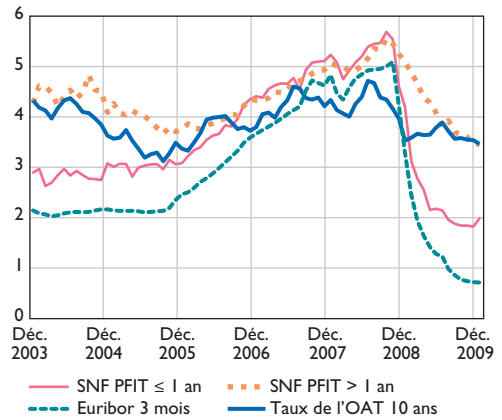
2|3 Une recomposition des actifs des établissements de crédit

Les chocs de ces deux dernières années ont pu nourrir des inquiétudes quant à la fonction d'intermédiation des banques et à leur capacité à soutenir le financement de l'économie dans une phase d'ajustement de leur modèle économique et de leurs structures financières, comme l'a illustré la quasi-stagnation du crédit au secteur privé en 2009.

Cependant, la disponibilité du crédit semble avoir été relativement préservée et les restructurations opérées dans les bilans bancaires paraissent avoir prioritairement porté sur d'autres postes que celui-ci. Face au plus fort ralentissement économique jamais observé depuis les années soixante-dix, les encours des crédits aux SNF et aux ménages n'ont pas subi de contraction brutale et les crédits au secteur privé non financier ont continué de croître.

Graphique 17 Taux des crédits aux SNF France et taux de marché

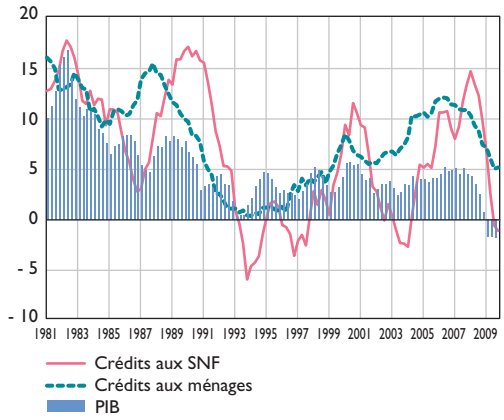
(en %)



Source : BCE, Banque de France

Graphique 18 Croissance de l'économie et des crédits au secteur privé non financier

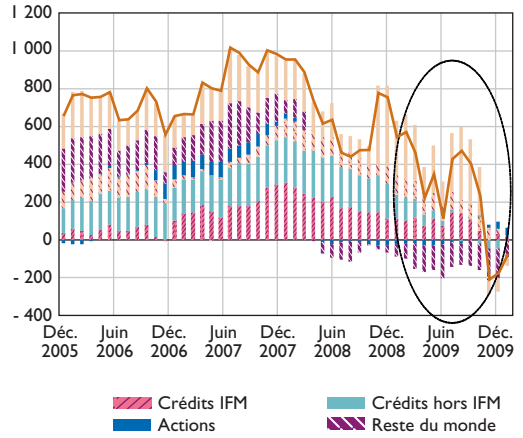
(en %)



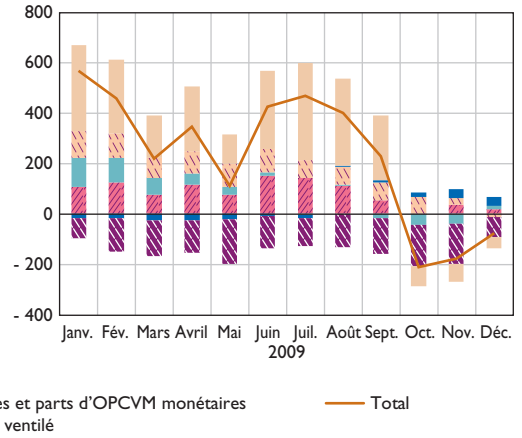
Source : INSEE et Banque de France

Graphiques 19 Évolution de l'actif des établissements de crédit français

(flux annuels en milliards d'euros)



Source : Banque de France



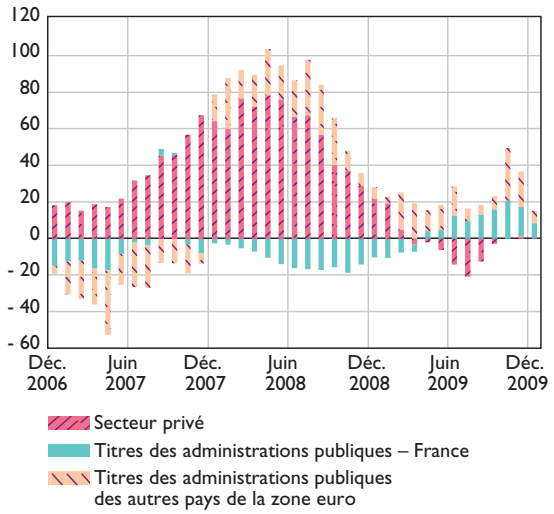
Source : Banque de France, INSEE

L'essentiel de l'ajustement opéré à l'actif des établissements de crédit a en fait porté sur les activités interbancaires et internationales. En raison du regain d'attention porté depuis la crise à la gestion de leur risque de contrepartie, les établissements de crédit ont limité leurs prêts interbancaires et réduit leurs expositions transfrontières en se repliant sur leur marché domestique.

Les établissements de crédit ont également modifié leur comportement de détention de titres depuis le déclenchement de la crise. Face aux incertitudes relatives à la valeur d'une partie des titres figurant à leur actif, mais aussi au resserrement de leurs contraintes en matière de gestion du risque de liquidité, ils ont réaménagé leur bilan en 2009 notamment en substituant, au sein de leurs portefeuilles, des titres publics aux titres du secteur privé aux deuxième et troisième trimestres. Le besoin de reconstituer un volant de titres sûrs et liquides a ainsi coïncidé avec le gonflement des besoins de financement des États. Si les établissements ont poursuivi leurs achats de titres publics à l'approche de la fin de l'année, ils ont néanmoins repris progressivement leurs acquisitions de titres privés et ainsi maintenu à peu près inchangée leur exposition sur le secteur privé.

Graphique 20 Détention par les établissements de crédit français de titres émis par le secteur privé et les administrations publiques

(variation annuelle d'encours en milliards d'euros)



Source : Banque de France

STATISTIQUES

Situation économique générale

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

Monnaie, placements et financements

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

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

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

Autres statistiques

35 État des défaillances d'entreprises par secteurs — 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

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

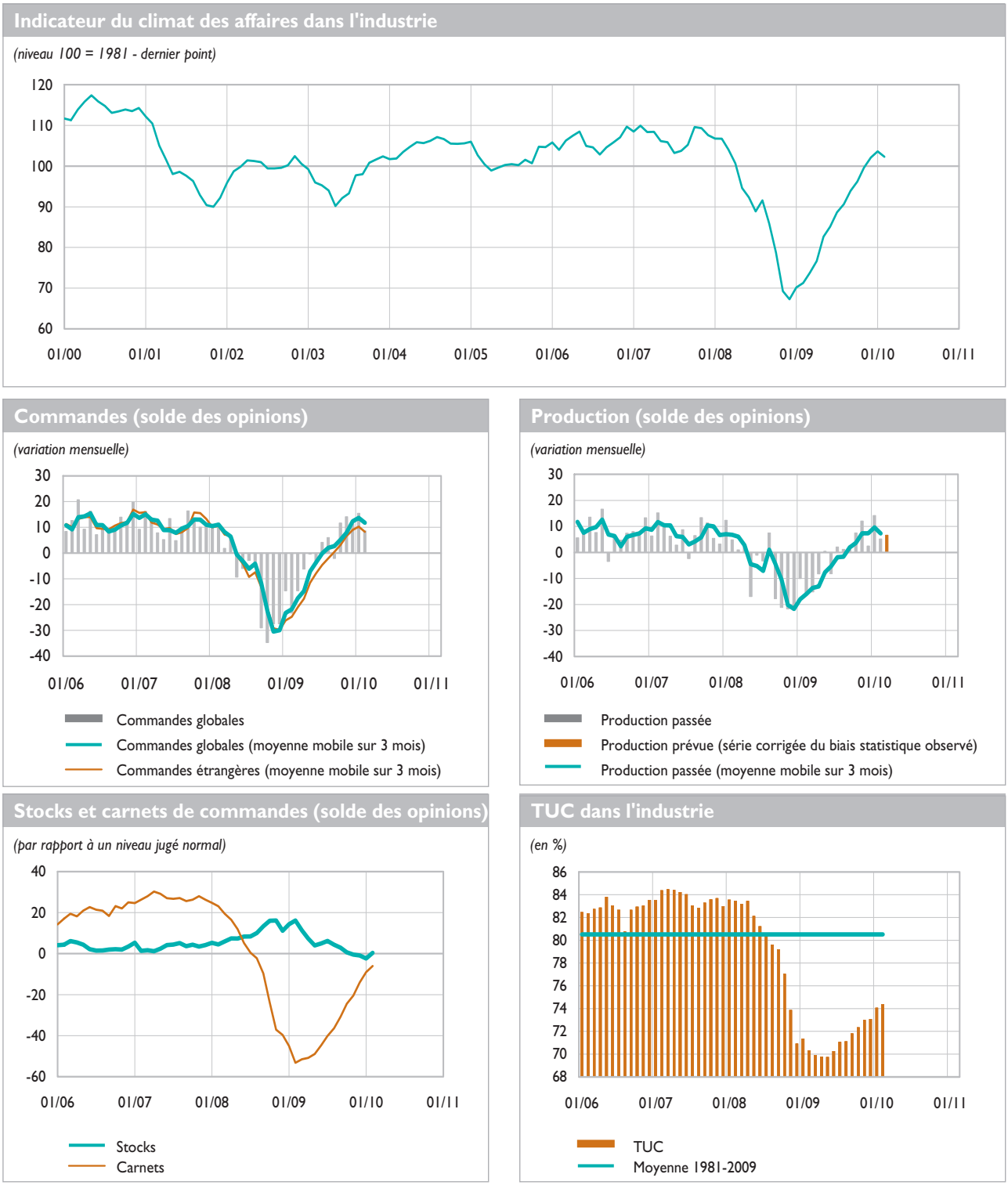
(données cvs)

	2009					2010	
	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)							
Ensemble	**1**	**2**	**7**	**12**	**2**	**14**	**5**
Biens intermédiaires	-1	3	7	13	-9	21	8
Biens d'équipement	-6	1	-2	-1	-1	14	-2
Industrie automobile	3	0	15	38	-2	24	16
Biens de consommation	5	3	13	14	8	11	8
Industries agricoles et alimentaires	-2	6	4	5	5	20	3
Production pour les prochains mois (a)							
Ensemble	**-1**	**2**	**4**	**8**	**7**	**4**	**7**
Biens intermédiaires	-1	3	2	7	12	8	11
Biens d'équipement	-5	-7	-4	1	3	0	2
Industrie automobile	21	23	24	25	24	13	10
Biens de consommation	6	19	16	17	16	14	18
Industries agricoles et alimentaires	3	9	10	11	10	8	9
Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)							
Globales	**6**	**-2**	**12**	**14**	**11**	**15**	**9**
Étrangères	1	2	7	11	9	11	5
Niveau du carnet de commandes (a)							
Ensemble	**-36**	**-31**	**-24**	**-20**	**-14**	**-9**	**-6**
Biens intermédiaires	-56	-49	-40	-33	-28	-16	-12
Biens d'équipement	-18	-18	-15	-13	-7	-2	-1
Biens de consommation	-14	-1	-2	2	4	4	6
Industries agricoles et alimentaires	-20	-20	-20	-19	-11	-14	-10
Niveau des stocks de produits finis (a)							
Ensemble	**4**	**3**	**1**	**0**	**-1**	**-2**	**0**
Biens intermédiaires	1	-3	-4	-3	-6	-6	-3
Biens d'équipement	8	5	4	2	4	-2	-1
Industrie automobile	2	8	-2	-7	1	-9	-3
Biens de consommation	3	1	2	1	1	1	1
Industries agricoles et alimentaires	12	14	8	8	6	8	9
Taux d'utilisation des capacités de production (b)							
Ensemble	**71,1**	**71,8**	**72,3**	**73,0**	**73,1**	**74,1**	**74,4**
Évolution des effectifs (ensemble) (a)							
Par rapport au mois précédent	-1	-2	-2	-2	1	-2	-2
Au cours des prochains mois	-10	-8	-8	-7	-8	-6	-5
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)							
	91	**94**	**96**	**100**	**102**	**104**	**102**

(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 9 mars 2010*

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



Source : Banque de France

Réalisé le 9 mars 2010

Figure 3
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)

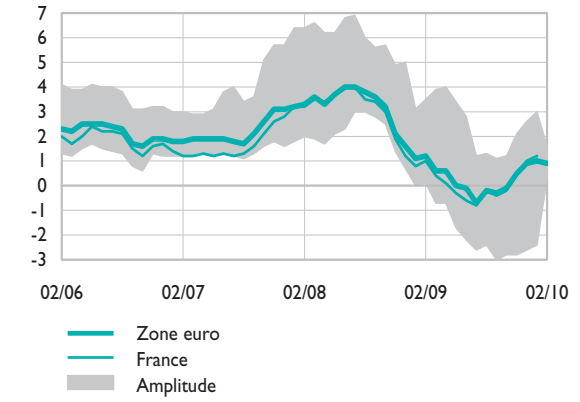
	2009							2010	
	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
France	-0,6	-0,8	-0,2	-0,4	-0,2	0,5	1,0	1,2	nd
Allemagne	0,0	-0,7	-0,1	-0,5	-0,1	0,3	0,8	0,8	0,3
Italie	0,6	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,8	1,1	1,3	1,1
Zone euro	-0,1	-0,7	-0,2	-0,3	-0,1	0,5	0,9	1,0	0,9
Royaume-Uni	1,8	1,8	1,6	1,1	1,5	1,9	2,9	3,5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

(moyenne annuelle) *(variation mensuelle CVS)*

	2007	2008	2009	2009					2010
				août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.
France	1,6	3,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,3	0,3	0,1
Allemagne	2,3	2,8	0,2	0,4	-0,2	0,2	0,3	0,4	-0,2
Italie	2,0	3,5	0,8	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0
Zone euro	2,1	3,3	0,3	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,1
Royaume-Uni	2,3	3,6	2,2	0,3	0,2	0,2	0,4	0,3	0,8
Union européenne	2,4	3,7	1,0	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	2,9	3,8	-0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Japon	0,1	1,4	-1,4	-0,2	-0,1	-0,3	0,2	-0,1	-0,1

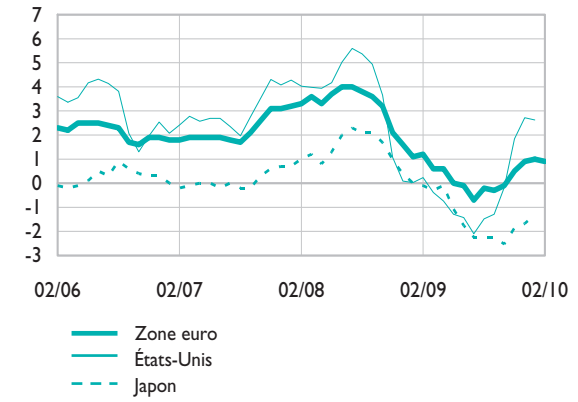
France et zone euro

(glissement annuel en %)



Comparaisons internationales

(glissement annuel en %)



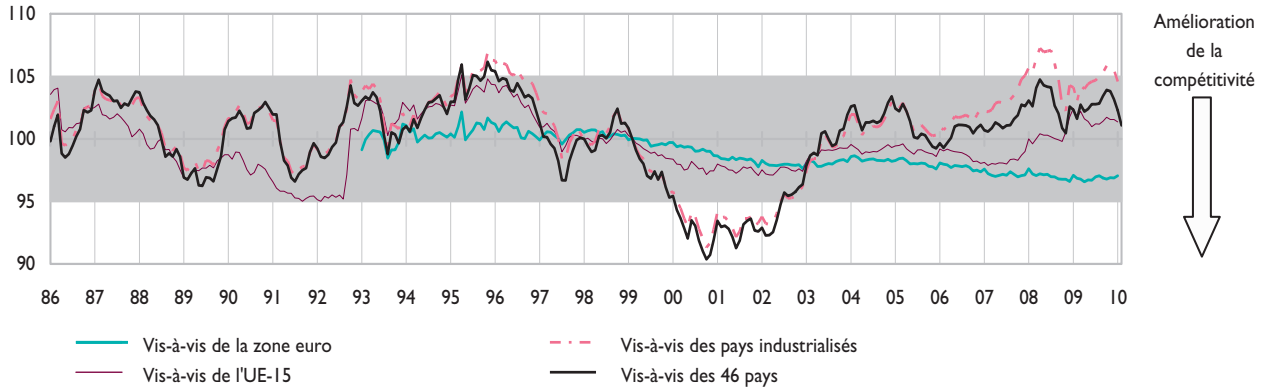
Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon
Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro (composition variable)

Sources : nationales, Eurostat *Réalisé le 9 mars 2010*

Figure 4
Compétitivité de l'économie française

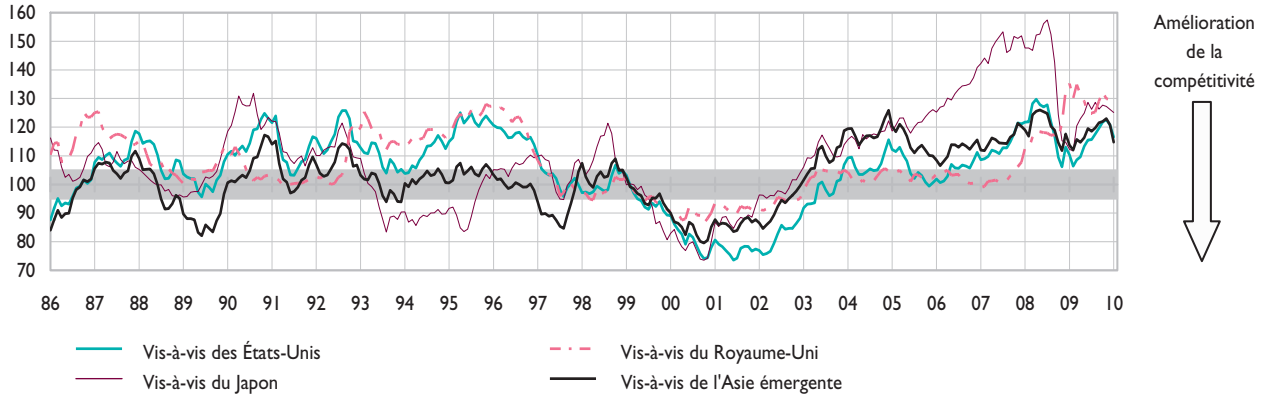
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



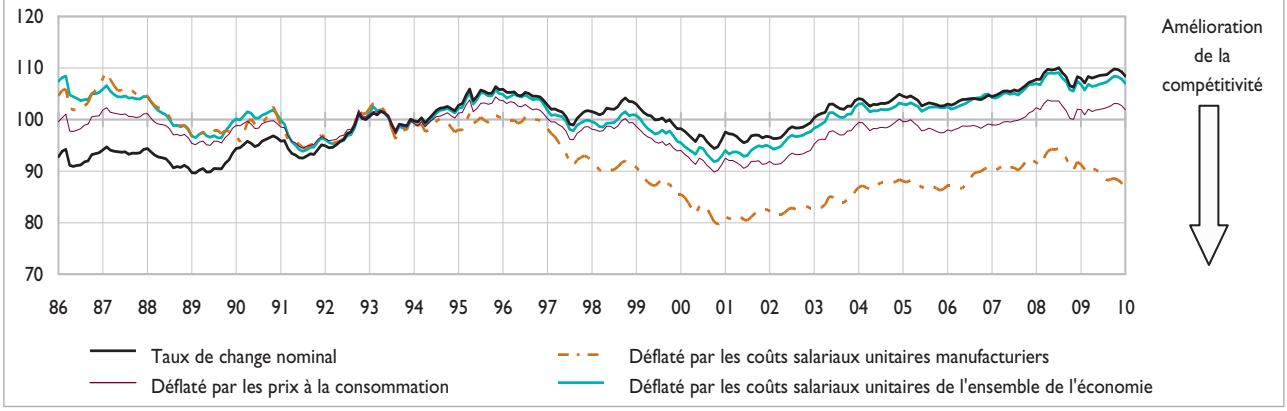
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



Indicateurs de compétitivité vis-à-vis des 22 partenaires de l'OCDE

Indices base 100 = 1987



Partie grise : écart de + ou - 5% par rapport à la moyenne de longue période
Voir notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin
Sources : nationales, Banque de France, BCE, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datastream

Calculs : Banque de France *Réalisé le 9 mars 2010*

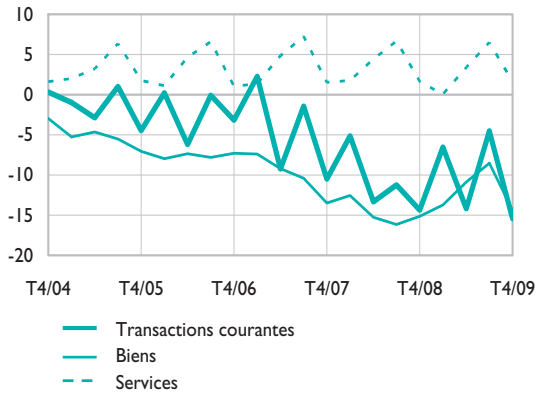
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2008	2009	2008	2009			
			T4	T1	T2	T3	T4
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
Compte de transactions courantes	**-44,0**	**-40,6**	**-14,4**	**-6,5**	**-14,2**	**-4,5**	**-15,4**
Biens	-59,1	-47,5	-15,1	-13,7	-10,9	-8,5	-14,4
Services	14,5	11,6	1,6	0,0	3,4	6,5	1,6
Revenus	24,8	17,7	7,9	10,8	-0,9	3,7	4,2
Transferts courants	-24,2	-22,4	-8,8	-3,6	-5,8	-6,2	-6,8
Compte de capital	**0,7**	**0,3**	**-0,1**	**0,0**	**0,3**	**0,0**	**0,0**
Compte financier	**78,1**	**6,8**	**56,0**	**35,2**	**-7,5**	**-25,3**	**4,4**
Investissements directs	-70,4	-76,7	-14,4	-28,7	-14,8	-13,9	-19,3
Français à l'étranger	*-136,8*	*-122,9*	*-17,9*	*-32,8*	*-37,8*	*-21,3*	*-31,1*
Étrangers en France	*66,3*	*46,2*	*3,5*	*4,1*	*22,9*	*7,4*	*11,8*
Investissements de portefeuille	89,4	217,7	92,2	102,5	82,7	-27,0	59,6
Avoirs	*-76,6*	*-73,4*	*35,2*	*8,9*	*-30,3*	*-60,3*	*8,3*
Engagements	*166,1*	*291,1*	*57,0*	*93,5*	*113,1*	*33,3*	*51,2*
Produits financiers dérivés	-7,0	-2,4	-20,8	-9,0	2,7	1,8	2,1
Autres investissements	57,6	-135,8	-6,1	-36,8	-76,3	14,6	-37,2
Avoirs de réserve	8,5	3,9	5,1	7,2	-1,8	-0,7	-0,7
Erreurs et omissions nettes	**-34,8**	**33,5**	**-41,5**	**-28,7**	**21,4**	**29,8**	**11,0**

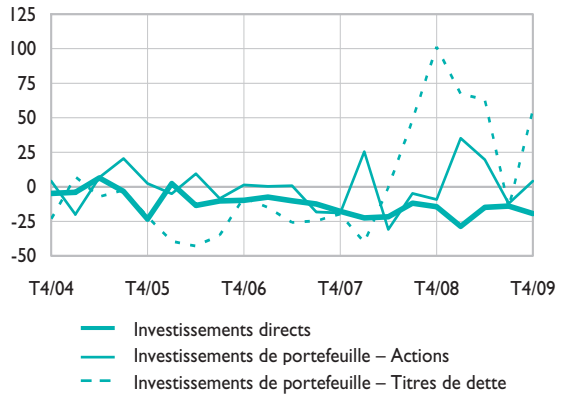
Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



(a) Chiffres semi-définitifs
(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France *Réalisé le 9 mars 2010*

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

(données brutes en milliards d'euros)

	2008	2009	2008	2009			
			T4	T1	T2	T3	T4
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
Compte de transactions courantes	**-44,0**	**-40,6**	**-14,4**	**-6,5**	**-14,2**	**-4,5**	**-15,4**
Biens	**-59,1**	**-47,5**	**-15,1**	**-13,7**	**-10,9**	**-8,5**	**-14,4**
Exportations	*410,6*	*338,4*	*96,7*	*83,4*	*83,2*	*83,2*	*88,6*
Importations	*469,7*	*386,0*	*111,9*	*97,1*	*94,1*	*91,7*	*103,0*
Marchandises générales	-56,5	-46,2	-14,8	-13,4	-10,5	-8,1	-14,1
Avitaillement	-2,7	-1,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4
Travail à façon et réparations	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1
Services	**14,5**	**11,6**	**1,6**	**0,0**	**3,4**	**6,5**	**1,6**
Exportations	*111,7*	*101,4*	*25,5*	*22,2*	*26,0*	*29,6*	*23,7*
Importations	*97,2*	*89,9*	*23,9*	*22,1*	*22,6*	*23,1*	*22,1*
Transports	-0,9	-0,3	-0,2	-0,5	-0,1	0,2	0,2
Voyages	8,5	7,5	-0,3	0,5	2,3	5,1	-0,3
Services de communication	1,0	0,7	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
Services de construction	2,8	2,8	0,9	0,7	0,6	0,7	0,8
Services d'assurance	-0,8	-0,6	-0,1	-0,5	-0,1	0,2	-0,2
Services financiers	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Services d'informatique et d'information	-0,4	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Redevances et droits de licence	3,7	3,2	1,0	0,8	0,8	0,8	0,9
Autres services aux entreprises	1,7	-0,6	0,6	-0,8	0,1	-0,3	0,4
Services personnels, culturels et récréatifs	-1,0	-1,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3
Services des administrations publiques	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0
Revenus	**24,8**	**17,7**	**7,9**	**10,8**	**-0,9**	**3,7**	**4,2**
Rémunérations des salariés	9,2	9,4	2,3	2,4	2,4	2,4	2,3
Revenus des investissements	15,7	8,3	5,6	8,4	-3,3	1,3	1,8
Directs	*16,5*	*11,6*	*4,5*	*6,1*	*2,5*	*0,8*	*2,2*
De portefeuille	*8,6*	*-0,5*	*2,6*	*3,2*	*-4,8*	*1,3*	*-0,2*
Autres	*-9,4*	*-2,8*	*-1,5*	*-0,9*	*-1,0*	*-0,7*	*-0,2*
Transferts courants	**-24,2**	**-22,4**	**-8,8**	**-3,6**	**-5,8**	**-6,2**	**-6,8**
Transferts courants du secteur des APU	-15,3	-13,9	-6,5	-1,0	-3,4	-4,3	-5,2
Transferts courants des autres secteurs	-8,9	-8,4	-2,3	-2,6	-2,4	-1,9	-1,6
dont envois de fonds des travailleurs	*-2,6*	*-2,1*	*-0,6*	*-0,5*	*-0,5*	*-0,6*	*-0,5*
Compte de capital	**0,7**	**0,3**	**-0,1**	**0,0**	**0,3**	**0,0**	**0,0**

(a) Chiffres semi-définitifs
(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France *Réalisé le 9 mars 2010*

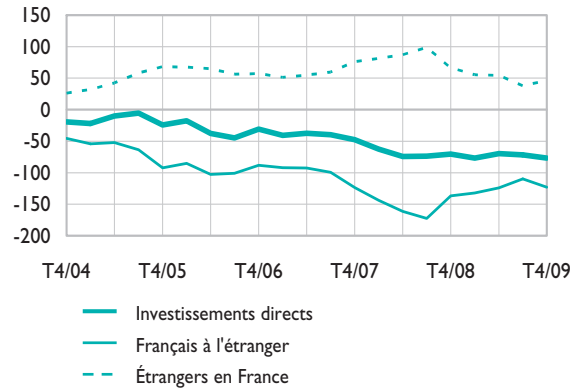
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2008	2009	2008	2009			
			T4	T1	T2	T3	T4
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
Compte financier	**78,1**	**6,8**	**56,0**	**35,2**	**-7,5**	**-25,3**	**4,4**
Investissements directs	-70,4	-76,7	-14,4	-28,7	-14,8	-13,9	-19,3
Français à l'étranger	-136,8	-122,9	-17,9	-32,8	-37,8	-21,3	-31,1
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*-65,3*	*-46,5*	*-11,4*	*-4,7*	*-22,6*	*-5,7*	*-13,5*
Étrangers en France	66,3	46,2	3,5	4,1	22,9	7,4	11,8
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*22,4*	*16,6*	*8,9*	*2,1*	*9,5*	*3,6*	*1,4*
Investissements de portefeuille	89,4	217,7	92,2	102,5	82,7	-27,0	59,6
Avoirs	-76,6	-73,4	35,2	8,9	-30,3	-60,3	8,3
Actions	*-9,5*	*-27,7*	*-11,8*	*23,1*	*-0,7*	*-39,3*	*-10,8*
Obligations	*-36,5*	*-21,6*	*14,9*	*13,0*	*-11,6*	*-19,0*	*-3,9*
Instruments du marché monétaire	*-30,6*	*-24,2*	*32,2*	*-27,2*	*-18,0*	*-2,1*	*23,1*
Engagements	166,1	291,1	57,0	93,5	113,1	33,3	51,2
Actions	*-9,9*	*74,8*	*2,6*	*12,1*	*20,4*	*27,3*	*14,9*
Obligations	*125,5*	*152,2*	*46,0*	*55,9*	*67,6*	*-4,8*	*33,6*
Instruments du marché monétaire	*50,5*	*64,2*	*8,4*	*25,6*	*25,0*	*10,8*	*2,7*
Produits financiers dérivés	-7,0	-2,4	-20,8	-9,0	2,7	1,8	2,1
Autres investissements	57,6	-135,8	-6,1	-36,8	-76,3	14,6	-37,2
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*-101,3*	*-74,0*	*-82,3*	*0,6*	*-26,7*	*-18,4*	*-29,6*
Avoirs de réserve	8,5	3,9	5,1	7,2	-1,8	-0,7	-0,7
Erreurs et omissions nettes	**-34,8**	**33,5**	**-41,5**	**-28,7**	**21,4**	**29,8**	**11,0**

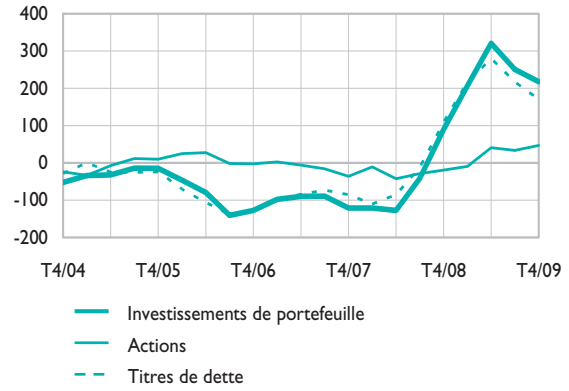
Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) Chiffres semi-définitifs
(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France *Réalisé le 9 mars 2010*

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

(données brutes en milliards d'euros)

	3ème trimestre 2009					
	UEM (a)	UE27 hors UEM (b)	USA	Japon	Suisse	Chine
Compte de transactions courantes	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**
Recettes	*70,3*	*21,8*	*10,3*	*2,0*	*5,2*	*3,2*
Dépenses	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*
Biens	-12,8	1,6	0,3	0,3	-0,1	-2,5
Recettes	*39,7*	*11,1*	*4,8*	*1,2*	*2,4*	*2,1*
Dépenses	*52,4*	*9,5*	*4,5*	*0,9*	*2,5*	*4,6*
Services	2,1	1,8	0,9	0,0	0,2	0,5
Recettes	*11,7*	*4,7*	*2,9*	*0,3*	*1,2*	*1,0*
Dépenses	*9,6*	*3,0*	*2,0*	*0,3*	*1,0*	*0,5*
Revenus	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Recettes	*18,2*	*4,5*	*2,4*	*0,4*	*1,5*	*0,1*
Dépenses	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*
Transferts courants	-1,3	-2,5	-0,1	0,0	-0,5	0,0
Compte financier	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**
Investissements directs	-12,8	-1,2	-1,2	0,1	0,8	-0,4
Français à l'étranger	*-14,0*	*-5,3*	*0,1*	*0,0*	*-0,7*	*-0,4*
Étrangers en France	*1,1*	*4,1*	*-1,3*	*0,2*	*1,5*	*0,1*
Investissements de portefeuille (c)	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Avoirs	-54,1	-13,8	-2,6	14,3	-1,9	-0,4
Actions	*-22,6*	*-6,4*	*-1,5*	*-3,2*	*-1,7*	*-0,4*
Obligations	*-15,7*	*-5,4*	*-2,9*	*5,4*	*0,0*	*0,0*
Instruments du marché monétaire	*-15,8*	*-1,9*	*1,8*	*12,1*	*-0,2*	*0,0*
Autres investissements	40,7	-13,7	-4,5	-4,2	-1,4	-3,4
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*-3,8*	*-13,5*	*-2,5*	*-5,7*	*0,1*	*-3,0*

(a) 16 pays membres (dont Slovaquie entrée au 1er janvier 2009)
(b) Danemark, Royaume-Uni, Suède, Institutions européennes et nouveaux pays membres (République tchèque, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Bulgarie, Roumanie)
(c) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements

Source : Banque de France *Réalisé le 9 mars 2010*

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France

(données brutes en milliards d'euros)

	2008	2009			Cumul 12 mois	
					2008	2009
	déc. (a)	oct. (a)	nov. (b)	déc. (b)	déc. (a)	déc. (b)
Compte de transactions courantes	**-0,3**	**-6,6**	**-7,2**	**-1,7**	**-44,0**	**-40,6**
Biens	-2,7	-3,9	-5,7	-4,8	-59,1	-47,5
Services	1,1	-0,2	0,6	1,2	14,5	11,6
Revenus	4,6	1,4	0,4	2,3	24,8	17,7
Transferts courants	-3,4	-3,9	-2,4	-0,4	-24,2	-22,4
Compte de capital	**-0,1**	**0,1**	**0,1**	**-0,1**	**0,7**	**0,3**
Compte financier	**4,2**	**3,0**	**37,8**	**-36,4**	**78,1**	**6,8**
Investissements directs	-8,9	-4,8	-7,1	-7,5	-70,4	-76,7
Français à l'étranger	*-12,9*	*-9,7*	*-9,4*	*-12,0*	*-136,8*	*-122,9*
Capital social	*-0,6*	*-0,6*	*-5,5*	*-4,6*	*-52,7*	*-35,1*
Bénéfices réinvestis	*-1,1*	*-1,0*	*-1,0*	*-1,0*	*-12,6*	*-11,4*
Autres opérations	*-11,2*	*-8,2*	*-2,9*	*-6,4*	*-71,5*	*-76,4*
Étrangers en France	*4,0*	*5,0*	*2,3*	*4,5*	*66,3*	*46,2*
Capital social	*6,0*	*0,6*	*-1,8*	*1,3*	*15,4*	*11,4*
Bénéfices réinvestis	*0,6*	*0,4*	*0,4*	*0,4*	*7,0*	*5,2*
Autres opérations	*-2,6*	*3,9*	*3,7*	*2,8*	*43,9*	*29,6*
Investissements de portefeuille	36,9	6,2	13,3	40,1	89,4	217,7
Avoirs	*19,4*	*-17,3*	*-7,0*	*32,6*	*-76,6*	*-73,4*
Actions	*-0,6*	*-3,0*	*-4,0*	*-3,8*	*-9,5*	*-27,7*
Obligations	*-0,7*	*-9,6*	*-2,2*	*7,8*	*-36,5*	*-21,6*
Instruments du marché monétaire	*20,7*	*-4,7*	*-0,9*	*28,6*	*-30,6*	*-24,2*
Engagements	*17,5*	*23,5*	*20,3*	*7,5*	*166,1*	*291,1*
Actions	*1,9*	*3,4*	*5,7*	*5,9*	*-9,9*	*74,8*
Obligations	*12,9*	*5,8*	*15,2*	*12,5*	*125,5*	*152,2*
Instruments du marché monétaire	*2,7*	*14,3*	*-0,6*	*-10,9*	*50,5*	*64,2*
Produits financiers dérivés	-13,8	2,9	-1,5	0,8	-7,0	-2,4
Autres investissements	-13,2	-1,5	33,7	-69,4	57,6	-135,8
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*-14,1*	*3,6*	*23,1*	*-56,3*	*-101,3*	*-74,0*
Avoirs de réserve	3,1	0,2	-0,6	-0,3	8,5	3,9
Erreurs et omissions nettes	**-3,7**	**3,5**	**-30,7**	**38,2**	**-34,8**	**33,5**

(a) Chiffres semi-définitifs
(b) Chiffres provisoires

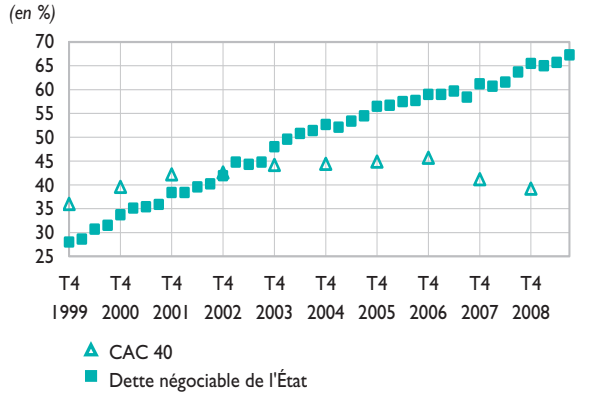
Source : Banque de France *Réalisé le 9 mars 2010*

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

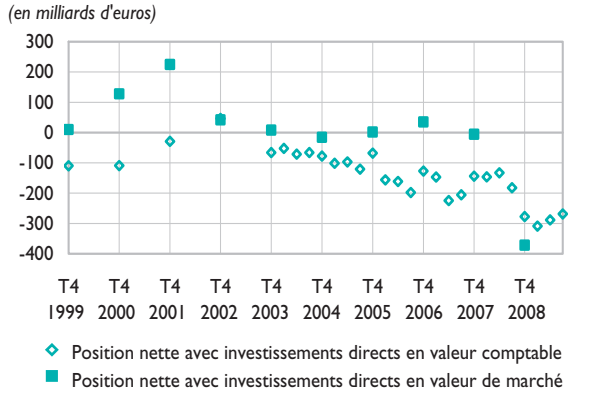
(en milliards d'euros)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T3
Créances	**2 883,5**	**3 573,4**	**4 061,1**	**4 541,8**	**4 408,3**	**4 557,4**
Investissements directs français à l'étranger	620,6	736,2	793,0	877,4	1 003,8	1 090,4
Capitaux propres	*418,0*	*491,3*	*548,8*	*595,7*	*649,3*	*679,7*
Autres opérations	*202,6*	*244,8*	*244,3*	*281,7*	*354,5*	*410,7*
Investissements de portefeuille	1 285,3	1 587,9	1 870,9	2 036,0	1 817,2	1 978,9
(titres étrangers détenus par les résidents)						
IFM (secteur résident détenteur)	*562,3*	*665,9*	*755,0*	*743,1*	*718,5*	*751,1*
Non IFM (secteur résident détenteur)	*722,8*	*922,0*	*1 115,9*	*1 292,9*	*1 098,8*	*1 227,8*
Produits financiers dérivés	116,9	124,5	159,2	229,7	237,8	214,5
Autres investissements	803,9	1 061,8	1 163,3	1 320,1	1 275,5	1 189,2
IFM	*578,9*	*840,7*	*945,6*	*1 094,7*	*1 058,6*	*971,8*
Non IFM	*225,0*	*221,1*	*217,7*	*225,4*	*216,9*	*217,4*
Avoirs de réserve	56,8	63,0	74,6	78,6	74,0	84,4
Engagements	**-2 961,2**	**-3 641,3**	**-4 188,3**	**-4 685,6**	**-4 685,6**	**-4 826,0**
Investissements directs étrangers en France	-471,2	-532,4	-578,7	-645,6	-712,3	-745,3
Capitaux propres	*-295,2*	*-325,0*	*-348,7*	*-378,2*	*-400,6*	*-415,8*
Autres opérations	*-176,0*	*-207,3*	*-230,0*	*-267,4*	*-311,8*	*-329,5*
Investissements de portefeuille	-1 459,8	-1 764,8	-1 963,0	-1 987,9	-1 896,2	-2 216,1
(titres français détenus par les non-résidents)						
IFM (secteur résident émetteur)	*-325,5*	*-414,5*	*-484,4*	*-505,4*	*-502,9*	*-492,5*
Non IFM (secteur résident émetteur)	*-1 134,3*	*-1 350,3*	*-1 478,6*	*-1 482,5*	*-1 393,3*	*-1 723,6*
Produits financiers dérivés	-136,6	-147,4	-188,9	-304,2	-305,3	-277,6
Autres investissements	-893,7	-1 196,8	-1 457,7	-1 748,0	-1 771,7	-1 587,1
IFM	*-740,4*	*-1 016,1*	*-1 245,0*	*-1 465,6*	*-1 345,2*	*-1 206,7*
Non IFM	*-153,3*	*-180,6*	*-212,7*	*-282,4*	*-426,5*	*-380,5*
Position nette	**-77,8**	**-67,9**	**-127,2**	**-143,8**	**-277,3**	**-268,7**

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



Position extérieure de la France

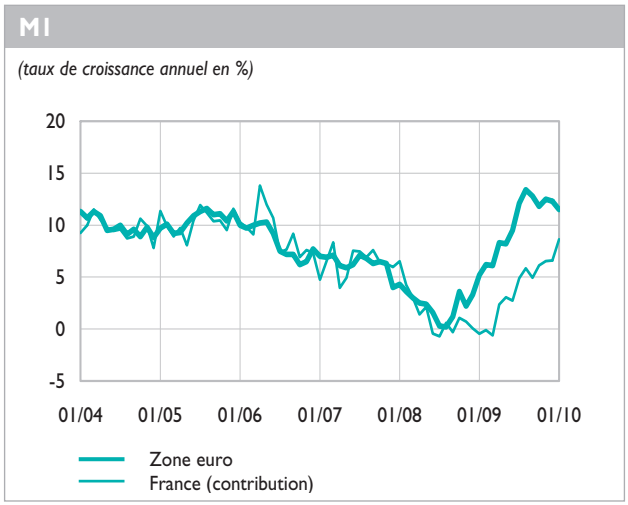


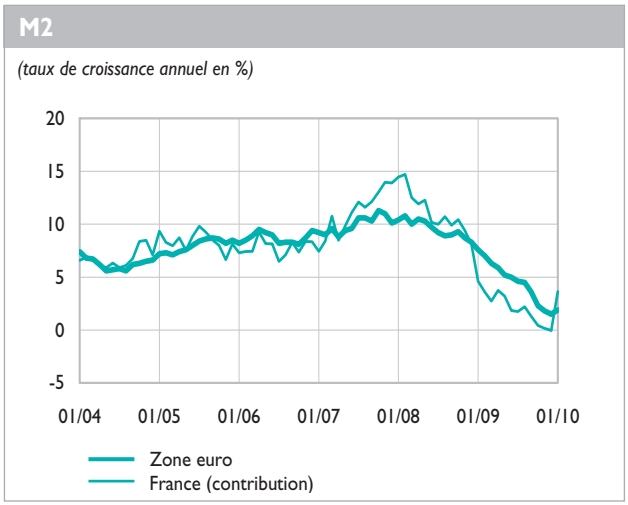
Source : Banque de France *Réalisé le 9 mars 2010*

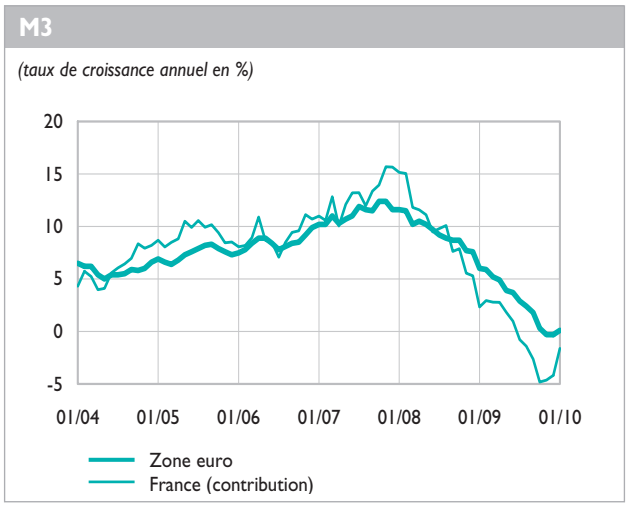
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

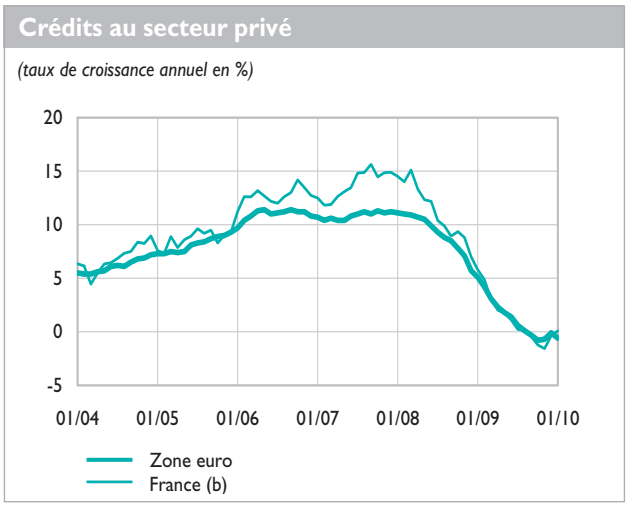
(taux de croissance annuel en %)

	2007	2008	2009	2009	2009						2010
	déc.	déc.	déc.	janv.	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.
M1											
Zone euro (a)	4,0	3,3	12,3	5,2	12,1	13,4	12,8	11,8	12,5	12,3	11,5
France (contribution)	6,0	0,1	6,6	-0,5	4,9	5,8	4,9	6,1	6,6	6,6	8,6
M2											
Zone euro (a)	10,1	8,3	1,5	7,6	4,6	4,5	3,6	2,3	1,8	1,5	1,9
France (contribution)	13,9	8,1	0,0	4,6	1,7	2,2	1,3	0,4	0,2	0,0	3,6
M3											
Zone euro (a)	11,6	7,6	-0,3	6,0	2,9	2,4	1,8	0,3	-0,3	-0,3	0,1
France (contribution)	15,7	5,3	-4,2	2,3	-0,8	-1,4	-2,6	-4,8	-4,6	-4,2	-1,6
Crédits au secteur privé											
Zone euro (a)	11,2	5,7	-0,1	5,1	0,6	0,1	-0,3	-0,8	-0,7	-0,1	-0,6
France (b)	14,9	7,0	-0,4	5,8	0,2	0,1	-0,4	-1,2	-1,6	-0,4	0,1









(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 9 mars 2010*

Figure 12
Bilan de la Banque de France

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

	2007	2008	2009	2009	2009			2010
	déc.	déc.	déc.	janv.	oct.	nov.	déc.	janv.
Actif								
Territoire national	101,6	266,5	206,4	227,4	180,3	182,8	206,4	202,6
Crédits	87,3	199,0	139,0	157,3	112,8	115,2	139,0	135,9
IFM	*87,1*	*198,8*	*138,8*	*157,2*	*112,6*	*115,0*	*138,8*	*135,8*
Administration centrale	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Secteur privé	*0,2*	*0,2*	*0,1*	*0,2*	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*
Titres autres que des actions	14,3	67,5	67,4	70,1	67,6	67,6	67,4	66,6
IFM	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Administration centrale	*14,3*	*67,5*	*67,4*	*70,1*	*67,6*	*67,6*	*67,4*	*66,6*
Secteur privé	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actions et autres participations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres États de la zone euro	9,1	9,1	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Reste du monde	57,1	102,6	95,3	107,0	91,3	94,3	95,3	93,0
Avoirs en or	47,6	49,8	60,0	57,4	54,8	61,2	60,0	60,4
Non ventilés par zones géographiques (a)	148,5	129,0	139,3	118,9	121,9	120,3	139,3	136,1
Total	**363,8**	**557,1**	**510,1**	**519,7**	**457,4**	**467,6**	**510,1**	**501,0**
Passif								
Dépôts – Territoire national	53,4	82,0	58,3	43,3	42,1	44,7	58,3	54,0
IFM	52,4	71,2	38,1	42,7	40,9	43,5	38,1	52,8
Administration centrale	0,3	10,3	18,0	0,3	0,3	0,1	18,0	0,3
Autres secteurs (à vue)	0,7	0,5	2,2	0,4	0,9	1,1	2,2	0,9
Dépôts – Autres États de la zone euro	11,9	117,7	62,0	107,2	81,5	81,5	62,0	77,9
IFM	11,9	117,7	62,0	107,2	81,5	81,5	62,0	77,9
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – reste du monde	73,5	99,0	112,9	109,8	94,9	103,4	112,9	110,9
Non ventilés par zone géographique	225,0	258,5	276,8	259,4	238,8	238,1	276,8	258,2
Billets et pièces en circulation (b)	131,1	147,3	153,7	141,1	147,1	148,0	153,7	149,4
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital et réserves	55,2	58,6	70,6	57,7	63,7	63,7	70,6	71,6
Autres	38,7	52,6	52,6	60,6	28,0	26,3	52,6	37,2
Total	**363,8**	**557,1**	**510,1**	**519,7**	**457,4**	**467,6**	**510,1**	**501,0**

(a) Y compris l'ajustement lié au nouveau mode de comptabilisation des billets au passif du bilan de la Banque de France depuis janvier 2002
(b) Depuis janvier 2002, les billets en circulation font l'objet d'un traitement statistique qui prend en compte les conventions comptables adoptées au niveau de la zone euro. Les billets en euros en circulation sont désormais émis légalement à hauteur de 8 % par la Banque centrale européenne, le solde étant réparti entre les différents pays de la zone au prorata *de la part détenue par chaque banque centrale nationale dans le capital de la BCE.*

Source : Banque de France *Réalisé le 9 mars 2010*

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

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

	2007	2008	2009	2009	2009			2010
	déc.	déc.	déc.	janv.	oct.	nov.	déc.	janv.
Actif								
Territoire national	4 128,8	4 517,7	4 527,5	4 565,8	4 498,2	4 534,1	4 527,5	4 575,8
Crédits	3 211,3	3 493,6	3 512,1	3 514,3	3 477,2	3 501,5	3 512,1	3 548,9
IFM	*1 310,6*	*1 480,2*	*1 488,0*	*1 487,5*	*1 471,2*	*1 488,1*	*1 488,0*	*1 498,3*
APU	*168,5*	*173,8*	*196,0*	*180,5*	*184,4*	*189,7*	*196,0*	*196,7*
Secteur privé	*1 732,2*	*1 839,6*	*1 828,2*	*1 846,2*	*1 821,7*	*1 823,7*	*1 828,2*	*1 853,9*
Titres autres que des actions	535,2	636,2	620,9	660,3	626,1	633,0	620,9	627,0
IFM ≤ 2 ans	*207,3*	*242,6*	*229,8*	*271,7*	*221,3*	*225,7*	*229,8*	*230,0*
IFM > 2 ans	*75,8*	*121,8*	*111,9*	*116,4*	*108,6*	*111,2*	*111,9*	*117,0*
APU	*150,0*	*149,7*	*159,2*	*153,1*	*172,2*	*170,6*	*159,2*	*156,4*
Secteur privé	*102,2*	*122,1*	*119,9*	*119,1*	*123,9*	*125,5*	*119,9*	*123,7*
Titres d'OPCVM monétaires	81,4	90,3	79,0	92,2	82,7	81,9	79,0	80,8
Actions et autres participations	300,8	297,7	315,4	299,0	312,2	317,8	315,4	319,1
Autres États de la zone euro	1 011,5	1 006,4	1 034,8	1 042,0	1 050,3	1 047,5	1 034,8	1 055,3
Reste du monde	1 004,3	926,0	854,7	1 005,1	872,1	878,5	854,7	922,6
Non ventilés par zones géographiques	975,8	1 260,4	1 234,7	1 345,5	1 304,3	1 352,4	1 234,7	1 282,2
Total	**7 120,4**	**7 710,6**	**7 651,7**	**7 958,4**	**7 724,8**	**7 812,6**	**7 651,7**	**7 835,9**
Passif								
Dépôts – Territoire national	2 649,7	3 043,5	3 101,6	3 039,4	3 044,4	3 071,6	3 101,6	3 128,3
IFM	1 303,2	1 605,1	1 574,9	1 590,5	1 554,2	1 572,0	1 574,9	1 585,9
Administration centrale	16,3	23,4	28,3	39,4	28,3	39,3	28,3	33,9
Autres secteurs	1 330,2	1 415,0	1 498,4	1 409,5	1 462,0	1 460,4	1 498,4	1 508,5
Dépôts à vue	*445,8*	*434,4*	*463,0*	*417,8*	*442,0*	*439,1*	*463,0*	*454,1*
Dépôts à terme ≤ 2 ans	*127,8*	*185,3*	*131,4*	*145,1*	*130,2*	*129,7*	*131,4*	*138,0*
Dépôts à terme > 2 ans	*277,2*	*260,9*	*362,4*	*291,6*	*351,4*	*353,5*	*362,4*	*363,7*
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	*437,6*	*486,0*	*500,2*	*504,3*	*498,6*	*494,3*	*500,2*	*502,4*
Pensions	*41,7*	*48,5*	*41,4*	*50,7*	*39,8*	*43,8*	*41,4*	*50,3*
Dépôts – Autres États de la zone euro	396,1	377,6	339,6	384,4	352,6	359,3	339,6	338,4
IFM	296,9	277,6	230,4	288,0	234,8	239,8	230,4	228,5
Autres secteurs	99,2	100,1	109,2	96,4	117,8	119,5	109,2	109,9
Dépôts – reste du monde	1 088,4	985,3	880,5	1 074,6	903,6	920,4	880,5	941,9
Non ventilés par zones géographiques	2 986,2	3 304,1	3 329,9	3 460,0	3 424,3	3 461,4	3 329,9	3 427,3
Titres de créance émis ≤ 2 ans	*447,5*	*458,6*	*381,4*	*489,9*	*374,4*	*375,5*	*381,4*	*389,2*
Titres de créance émis > 2 ans	*604,1*	*689,3*	*715,2*	*695,1*	*706,8*	*709,2*	*715,2*	*734,3*
Titres d'OPCVM monétaires	428,5	483,3	479,2	513,6	503,5	497,2	479,2	486,2
Capital et réserves	392,5	416,1	450,8	422,6	448,3	448,0	450,8	452,0
Autres	1 113,5	1 256,8	1 303,3	1 338,8	1 391,2	1 431,5	1 303,3	1 365,6
Total	**7 120,4**	**7 710,6**	**7 651,7**	**7 958,4**	**7 724,8**	**7 812,6**	**7 651,7**	**7 835,9**

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

Source : Banque de France *Réalisé le 9 mars 2010*

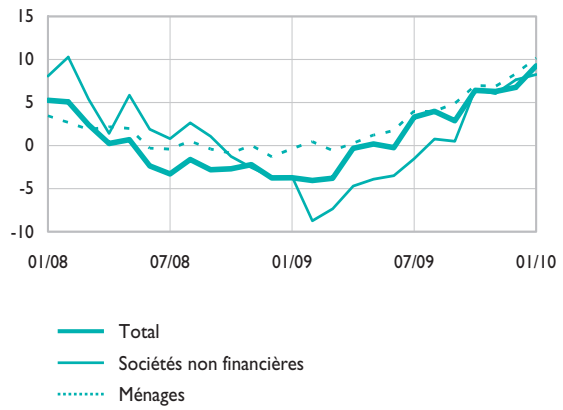
Figure 14
Dépôts – France

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

	2007	2008	2009	2009	2009			2010
	déc.	déc.	déc.	janv.	oct.	nov.	déc.	janv.
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	463,3	447,8	481,5	421,2	449,7	443,5	481,5	461,5
Ménages et assimilés	*246,8*	*243,7*	*263,9*	*241,0*	*258,1*	*252,1*	*263,9*	*265,4*
Sociétés non financières	*159,7*	*154,5*	*165,9*	*138,9*	*148,0*	*149,1*	*165,9*	*149,6*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*56,8*	*49,6*	*51,7*	*41,2*	*43,6*	*42,3*	*51,7*	*46,5*
Autres agents	37,2	33,6	32,1	34,4	32,5	34,9	32,1	35,4
Total – Encours	**500,4**	**481,4**	**513,6**	**455,6**	**482,2**	**478,4**	**513,6**	**496,9**
Total – Taux de croissance	**6,0**	**-3,8**	**6,8**	**-3,7**	**6,4**	**6,3**	**6,8**	**9,3**
Comptes sur livret								
Livrets A et bleus	140,8	164,4	183,4	181,6	181,7	180,4	183,4	185,2
Comptes épargne-logement	38,1	36,7	36,5	37,0	36,5	36,2	36,5	36,7
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	63,1	70,2	69,1	72,3	69,1	68,4	69,1	69,8
Livrets d'épargne populaire	60,6	62,0	58,3	61,7	59,3	58,8	58,3	57,2
Livrets jeunes	7,1	7,4	7,2	7,6	7,3	7,3	7,2	7,1
Livrets soumis à l'impôt	128,0	145,4	145,6	144,2	144,7	143,3	145,6	146,4
Total – Encours	**437,6**	**486,0**	**500,2**	**504,3**	**498,6**	**494,3**	**500,2**	**502,4**
Total – Taux de croissance	**5,0**	**11,1**	**2,9**	**13,4**	**7,0**	**5,6**	**2,9**	**-0,4**

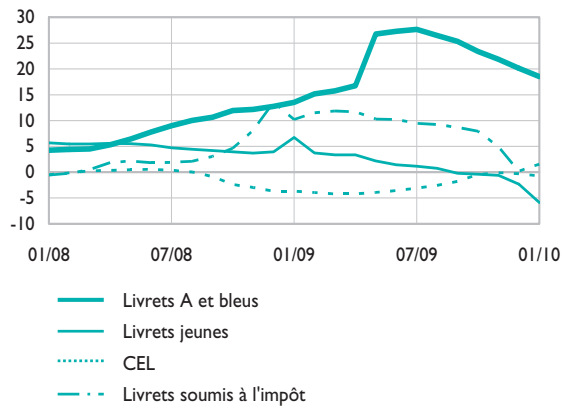
Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



Source : Banque de France

Réalisé le 9 mars 2010

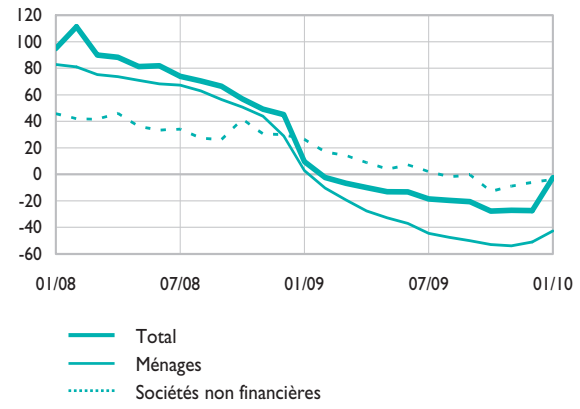
Figure 15
Dépôts à terme – France

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

	2007	2008	2009	2009	2009			2010
	déc.	déc.	déc.	janv.	oct.	nov.	déc.	janv.
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	94,0	121,9	86,3	113,0	85,0	84,8	86,3	87,0
Ménages et assimilés	*48,2*	*62,4*	*30,5*	*53,6*	*32,2*	*31,0*	*30,5*	*30,5*
Sociétés non financières	*45,1*	*58,8*	*55,1*	*58,3*	*52,3*	*53,1*	*55,1*	*55,8*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*0,6*	*0,8*	*0,6*	*1,1*	*0,6*	*0,6*	*0,6*	*0,7*
Autres agents	33,8	63,4	45,2	32,1	45,2	44,9	45,2	51,0
Total – Encours	**127,8**	**185,3**	**131,4**	**145,1**	**130,2**	**129,7**	**131,4**	**138,0**
Total – Taux de croissance	**100,4**	**45,1**	**-27,3**	**9,7**	**-27,8**	**-27,1**	**-27,3**	**-2,5**
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	255,0	236,5	264,4	242,4	256,3	257,6	264,4	265,9
Ménages et assimilés	*245,2*	*223,2*	*241,4*	*227,4*	*235,0*	*235,4*	*241,4*	*242,2*
PEL	*190,4*	*168,7*	*173,8*	*169,1*	*168,3*	*168,7*	*173,8*	*174,6*
PEP	*32,4*	*29,3*	*29,0*	*29,9*	*28,5*	*28,4*	*29,0*	*28,9*
Autres	*22,4*	*25,1*	*38,6*	*28,4*	*38,2*	*38,3*	*38,6*	*38,7*
Sociétés non financières	*9,8*	*13,3*	*22,6*	*14,9*	*20,9*	*21,8*	*22,6*	*23,2*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*0,0*	*0,1*	*0,4*	*0,1*	*0,4*	*0,4*	*0,4*	*0,4*
Autres agents	22,2	24,4	98,0	49,2	95,1	95,9	98,0	97,8
Total – Encours	**277,2**	**260,9**	**362,4**	**291,6**	**351,4**	**353,5**	**362,4**	**363,7**
Total – Taux de croissance	**-6,7**	**-5,9**	**38,1**	**5,7**	**36,9**	**36,6**	**38,1**	**23,8**

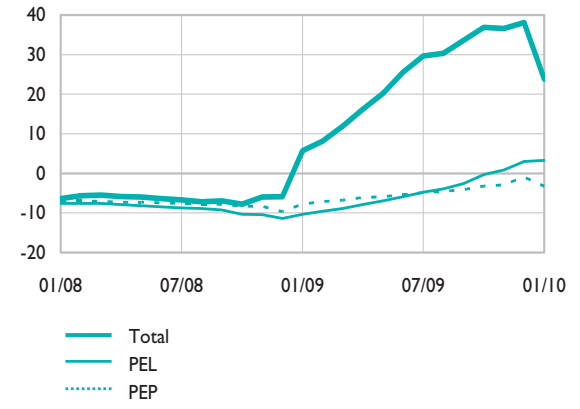
Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 9 mars 2010

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 %)

	2007	2008	2009	2009	2009				2010
	déc.	déc.	déc.	janv.	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 732,4	1 839,8	1 828,3	1 846,4	1 824,7	1 821,8	1 823,9	1 828,3	1 854,0
Administrations publiques	168,5	173,8	196,0	180,5	179,9	184,4	189,7	196,0	196,7
Total – Encours	**1 900,9**	**2 013,5**	**2 024,3**	**2 026,9**	**2 004,6**	**2 006,2**	**2 013,6**	**2 024,3**	**2 050,7**
Secteur privé	14,0	6,2	-0,3	5,0	-0,8	-1,5	-1,7	-0,3	-0,1
Administrations publiques	8,2	3,1	12,2	3,8	-3,9	-2,3	-0,1	12,2	8,4
Total – Taux de croissance	**13,5**	**5,9**	**0,8**	**4,9**	**-1,1**	**-1,6**	**-1,5**	**0,8**	**0,7**
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	279,5	312,6	325,2	316,8	320,3	321,0	320,8	325,2	324,0
Trésorerie	199,1	216,2	184,9	217,7	185,1	186,3	184,5	184,9	183,5
Autres objets	234,7	252,9	260,3	255,9	256,6	257,6	257,4	260,3	261,2
Total – Encours	**713,3**	**781,6**	**770,4**	**790,4**	**762,0**	**765,0**	**762,7**	**770,4**	**768,7**
Total – Taux de croissance	**13,7**	**9,5**	**-0,9**	**9,1**	**-0,7**	**-1,7**	**-2,4**	**-0,9**	**-2,1**
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	652,9	710,0	735,6	710,3	725,0	726,2	728,3	735,6	737,9
Trésorerie	141,2	145,5	152,1	143,7	148,2	148,2	149,2	152,1	149,5
Autres objets	83,0	84,7	83,9	85,1	84,4	83,7	84,4	83,9	84,2
Total – Encours	**877,1**	**940,1**	**971,6**	**939,2**	**957,6**	**958,1**	**962,0**	**971,6**	**971,5**
Total – Taux de croissance	**11,0**	**7,3**	**4,0**	**6,7**	**3,5**	**3,4**	**3,6**	**4,0**	**4,2**

Source : Banque de France *Réalisé le 9 mars 2010*

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

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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 9 mars 2010

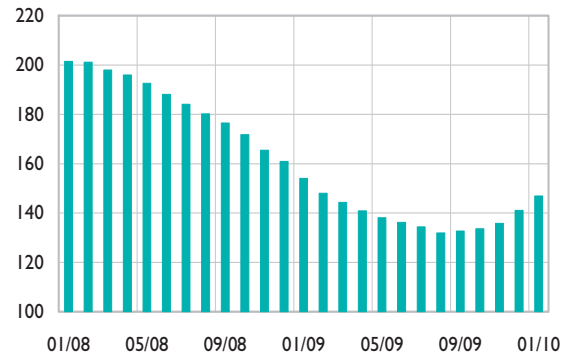
Figure 18
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France

(hors découvert, en cumul sur 12 mois, montants en milliards d'euros)

	2008		2009	2009		2010
	nov.	déc.	janv.	nov.	déc.	janv.
Ensemble des contrats nouveaux	**464,9**	**454,8**	**440,3**	**366,9**	**373,2**	**375,6**
Crédits aux ménages	**165,5**	**160,9**	**154,1**	**135,8**	**141,1**	**146,9**
Consommation (hors découvert)	53,3	52,8	52,2	51,6	52,1	52,0
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	13,0	11,9	10,7	8,9	10,0	10,8
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	99,3	96,3	91,2	75,3	79,0	84,1
Crédits aux sociétés non financières	**299,5**	**293,9**	**286,3**	**231,1**	**232,1**	**228,7**
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	196,0	192,5	189,9	157,3	157,4	152,7
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	103,5	101,4	96,4	73,8	74,7	76,0

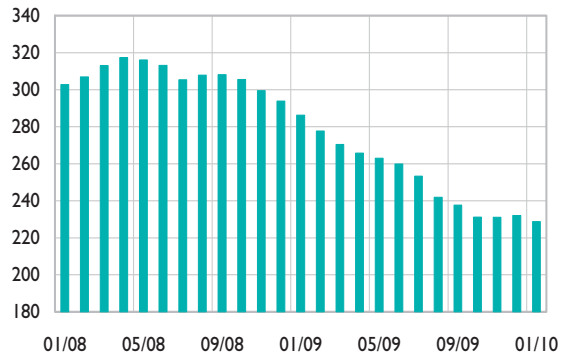
Ménages

(en milliards d'euros)



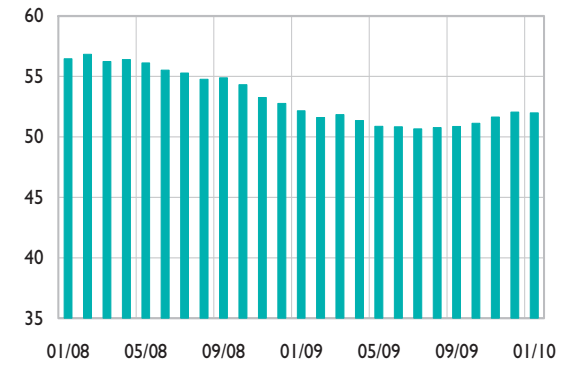
Sociétés

(en milliards d'euros)



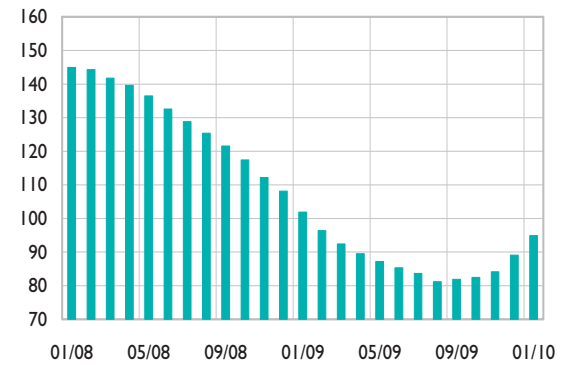
Consommation des ménages (hors découvert)

(en milliards d'euros)



Habitat des ménages

(en milliards d'euros)



Données révisées sur l'ensemble de la période
(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période sur laquelle le taux d'un crédit est fixe.
Pfit ≤ 1 an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits à taux fixe de durée initiale ≤ 1 an
Pfit > 1 an : crédits à taux révisable selon une périodicité supérieure à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale > 1 an

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 9 mars 2010*

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
	2008		2009			2009
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	38,6	59,1	27,5	21,7	17,8	845,1
dont dépôts inclus dans M3 (a)	*32,3*	*56,9*	*18,3*	*11,7*	*-0,8*	*188,9*
Titres de créance à court terme	16,7	14,7	5,9	4,1	14,5	349,1
Titres de créance à long terme	101,1	78,9	92,9	54,7	51,9	2 108,4
Crédits	16,0	25,1	-1,5	12,1	11,6	425,0
Actions et autres participations	51,9	37,7	26,7	79,7	110,5	2 172,8
dont actions cotées	*-10,8*	*-15,7*	*-13,2*	*-16,5*	*-85,4*	*403,6*
Actifs nets résiduels	13,6	39,0	17,5	33,0	14,2	237,0
Financements						
Titres de créance	5,5	9,3	9,9	7,0	7,3	41,0
Crédits	-12,3	22,4	0,1	13,0	10,0	259,6
Actions et autres participations	-9,4	-0,6	2,9	2,8	5,3	477,5
Provisions techniques d'assurance	238,5	182,1	165,2	177,4	190,4	5 512,4
Assurance-vie	*221,1*	*174,1*	*160,1*	*171,9*	*186,6*	*4 798,7*
Assurance-dommages	*17,4*	*8,0*	*5,0*	*5,6*	*3,8*	*713,7*
Solde des créances et dettes (B9B)	**15,7**	**41,3**	**-9,2**	**5,0**	**7,5**	

(en milliards d'euros)

France	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2008		2009			2009
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	-0,1	3,1	1,3	-0,3	0,5	20,0
dont dépôts inclus dans M3 (a)	*0,5*	*2,4*	*0,1*	*-1,2*	*-1,4*	*9,9*
Titres de créance à court terme	13,8	13,3	9,4	11,4	23,5	315,9
Titres de créance à long terme	42,3	28,7	22,2	37,9	47,0	670,0
Crédits	-0,5	0,0	-0,2	2,5	4,6	41,2
Actions et autres participations	20,2	21,4	13,8	1,3	15,9	646,0
dont actions cotées	*0,8*	*1,2*	*0,3*	*-1,1*	*5,9*	*67,0*
Actifs nets résiduels	-5,6	3,5	-1,9	3,2	1,1	12,5
Financements						
Titres de créance	3,7	8,2	6,9	5,2	4,0	25,4
Crédits	-15,0	-6,4	-14,2	-8,2	0,3	53,2
Actions et autres participations	0,5	1,7	2,0	1,9	2,4	138,8
Provisions techniques d'assurance	80,5	72,4	74,3	78,8	86,3	1 499,4
Assurance-vie	*73,9*	*65,7*	*67,7*	*72,1*	*79,5*	*1 340,8*
Assurance-dommages	*6,6*	*6,6*	*6,7*	*6,7*	*6,8*	*158,6*
Solde des créances et dettes (B9B)	**0,4**	**-5,9**	**-24,5**	**-21,8**	**-0,4**	

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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 9 mars 2010*

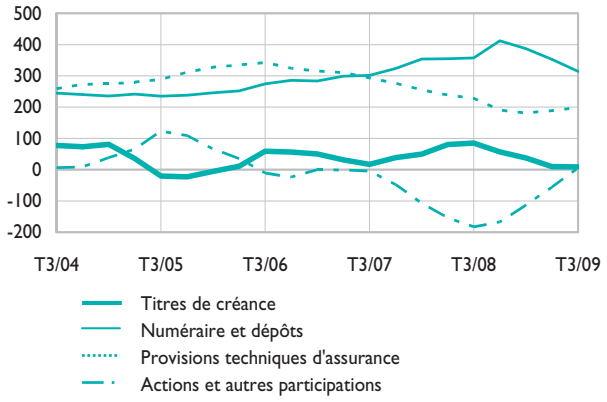
Figure 20
Placements et financements des ménages – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2008		2009			2009
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	357,6	412,3	386,9	352,7	314,4	6 300,9
dont dépôts inclus dans M3 (a)	*361,7*	*384,4*	*344,8*	*284,4*	*206,6*	*4 874,2*
Titres de créance à court terme	15,3	4,3	-12,9	-24,9	-33,1	41,4
Titres de créance à long terme	70,0	52,7	50,2	34,6	42,1	1 434,4
Actions et autres participations	-183,0	-166,7	-113,3	-55,6	5,4	4 161,7
Actions cotées	-50,6	-20,8	3,4	18,4	33,7	733,7
Actions non cotées et autres participations	1,5	9,7	3,7	19,5	15,6	2 016,5
Titres d'OPCVM	-133,9	-155,6	-120,5	-93,5	-44,0	1 411,4
dont titres d'OPCVM monétaires	*13,5*	*-9,1*	*-4,0*	*-24,9*	*-22,7*	*315,6*
Provisions techniques d'assurance	228,1	190,4	181,3	188,8	198,9	5 450,9
Actifs nets résiduels	14,9	12,1	-17,2	-8,3	-25,4	-351,7
Financements						
Crédits	238,7	200,4	149,6	119,9	98,5	5 756,6
dont crédits des IFM de la zone euro	*184,2*	*82,6*	*19,9*	*10,1*	*-15,8*	*4 916,2*
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	-998,2	-1 352,4	-1 037,2	-601,1	-16,1	
Provisions techniques d'assurance	-192,0	-266,5	-209,4	-112,2	37,4	
Autres flux	-6,4	7,0	24,1	63,4	84,5	
Variation de la valeur financière nette	**-932,2**	**-1 307,1**	**-897,3**	**-282,4**	**509,7**	

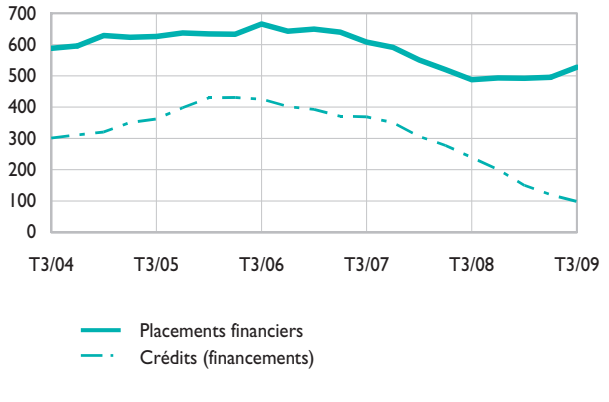
Flux de placements financiers

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



Flux de placements financiers et de financements

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



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

Source : Banque centrale européenne *Réalisé le 9 mars 2010*

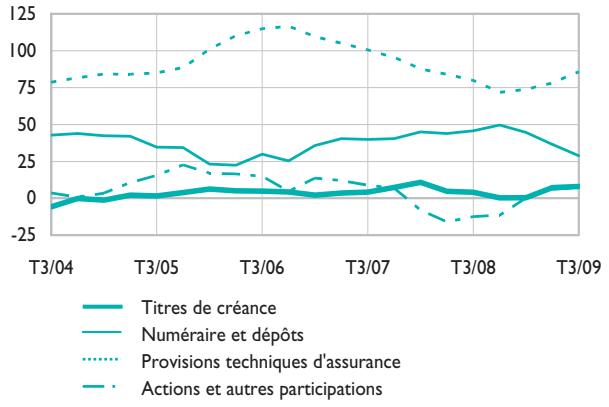
Figure 21
Placements et financements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2008		2009			2009
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	45,8	49,6	44,7	36,5	28,8	1 111,3
dont dépôts inclus dans M3 (a)	*59,4*	*63,9*	*50,0*	*33,1*	*18,9*	*828,9*
Titres de créance à court terme	2,5	2,1	1,6	1,8	0,5	23,1
Titres de créance à long terme	1,5	-1,8	-1,2	5,4	7,6	48,0
Actions et autres participations	-12,5	-11,5	0,3	6,1	7,3	907,2
Actions cotées	-4,7	-2,6	3,7	5,8	6,2	129,6
Actions non cotées et autres participations	4,9	6,9	14,7	16,8	17,7	472,5
Titres d'OPCVM	-12,7	-15,9	-18,0	-16,5	-16,6	305,1
dont titres d'OPCVM monétaires	*10,9*	*7,2*	*0,7*	*-4,3*	*-7,6*	*61,7*
Provisions techniques d'assurance	79,9	71,8	73,8	78,2	85,7	1 474,8
Actifs nets résiduels	37,9	17,9	-0,2	-9,7	-9,3	-67,3
Financements						
Crédits	74,3	65,8	50,7	40,3	33,1	1 007,5
dont crédits des IFM résidentes	*71,3*	*52,0*	*36,8*	*25,7*	*18,2*	*954,4*
Réévaluation des actifs financiers et autres flux						
Actions et autres participations	-164,8	-247,0	-207,8	-110,6	10,9	
Provisions techniques d'assurance	-42,3	-57,1	-42,2	-25,3	3,3	
Autres flux	47,6	1,1	0,4	2,7	-1,6	
Variation de la valeur financière nette	**-78,6**	**-240,8**	**-181,4**	**-55,1**	**100,1**	

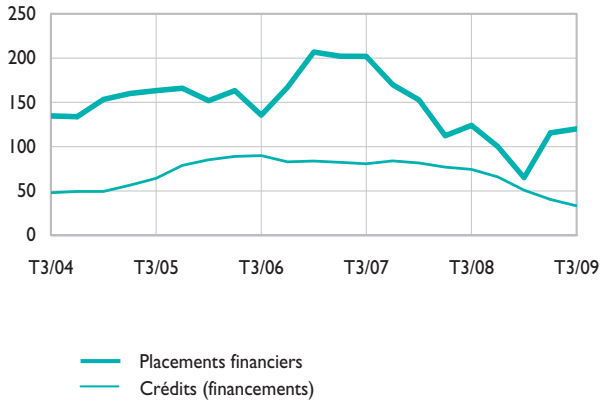
Flux de placements financiers

(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)



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

Source : Banque de France *Réalisé le 9 mars 2010*

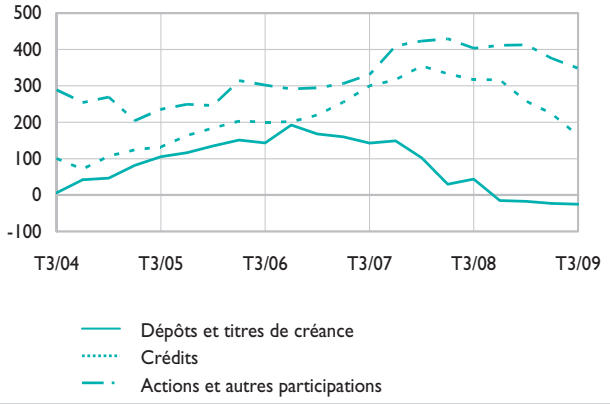
Figure 22
Placements et financements des sociétés non financières – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2008		2009			2009
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	104,1	24,9	13,9	39,3	55,7	1 759,6
dont dépôts inclus dans M3 (a)	*81,9*	*3,6*	*-17,9*	*0,0*	*25,8*	*1 477,0*
Titres de créance	-60,2	-40,1	-31,3	-62,6	-80,9	239,7
Crédits	317,1	316,9	258,2	222,9	163,4	2 848,9
Actions et autres participations	403,0	411,3	413,3	375,4	348,0	7 206,6
Provisions techniques d'assurance	4,8	2,5	-1,6	0,0	0,3	142,9
Actifs nets résiduels	-44,2	-64,1	-153,5	-116,6	-99,7	173,3
Financements						
Endettement	791,8	729,1	560,9	409,3	220,1	9 475,6
Crédits	747,7	677,7	495,3	327,7	130,2	8 308,5
dont crédits des IFM de la zone euro	*513,2*	*419,5*	*280,0*	*126,7*	*-10,2*	*4 742,5*
Titres de créance	41,7	49,7	63,9	79,9	87,9	834,5
Réserves de fonds de pension	2,5	1,7	1,8	1,8	2,0	332,5
Actions et autres participations	283,0	281,3	253,5	284,0	298,8	11 878,2
Actions cotées	*-2,5*	*2,6*	*13,2*	*45,5*	*56,8*	*3 269,2*
Actions non cotées et autres participations	*285,5*	*278,7*	*240,4*	*238,5*	*242,0*	*8 609,1*
Solde des créances et dettes (B9B)	**-350,3**	**-359,2**	**-315,4**	**-234,9**	**-132,0**	

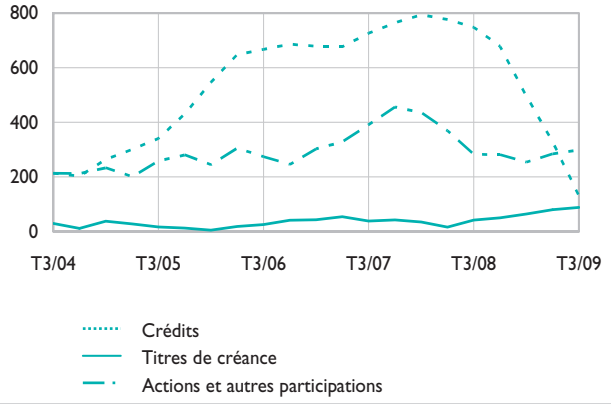
Flux de placements financiers

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



Flux de financements

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



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

Source : Banque centrale européenne *Réalisé le 9 mars 2010*

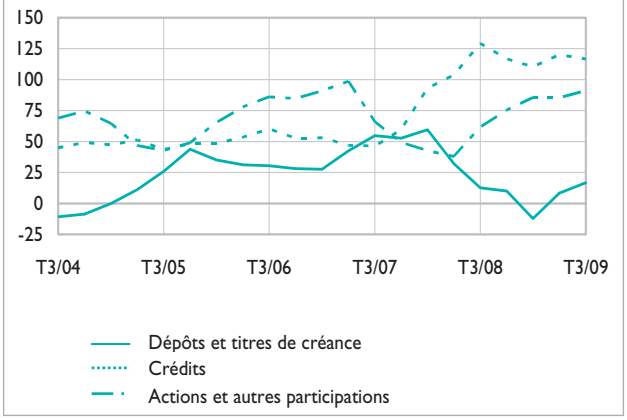
Figure 23
Placements et financements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Encours
	2008		2009			2009
	T3	T4	T1	T2	T3	sept.
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	15,5	20,0	6,4	15,0	21,7	278,9
dont dépôts inclus dans M3 (a)	*13,0*	*10,1*	*0,3*	*2,7*	*6,2*	*215,2*
Titres de créance	-3,0	-10,0	-18,7	-6,7	-5,1	73,9
Crédits	129,3	116,8	110,3	120,2	116,5	922,8
Actions et autres participations	61,7	75,4	85,5	85,4	91,0	2 536,4
Provisions techniques d'assurance	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	19,8
Actifs nets résiduels	5,8	-28,9	5,8	-20,9	-29,2	84,8
Financements						
Endettement	197,9	178,1	173,1	131,6	100,2	2 060,3
Crédits	195,1	161,2	138,7	89,9	44,3	1 696,6
dont crédits des IFM résidentes	*84,3*	*68,1*	*46,8*	*16,8*	*-4,6*	*771,5*
Titres de créance	2,8	16,9	34,4	41,7	55,9	363,7
Actions et autres participations	62,6	67,5	81,3	98,6	112,7	3 700,2
Actions cotées	*9,6*	*5,3*	*5,6*	*17,7*	*16,8*	*1 029,2*
Actions non cotées et autres participations	*53,0*	*62,2*	*75,7*	*80,9*	*95,9*	*2 670,9*
Solde des créances et dettes (B9B)	**-50,6**	**-71,6**	**-64,6**	**-36,6**	**-17,5**	

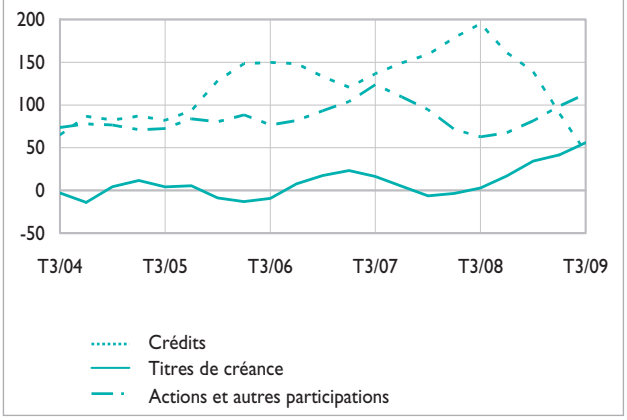
Flux de placements financiers

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



Flux de financements

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



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

Source : Banque de France *Réalisé le 9 mars 2010*

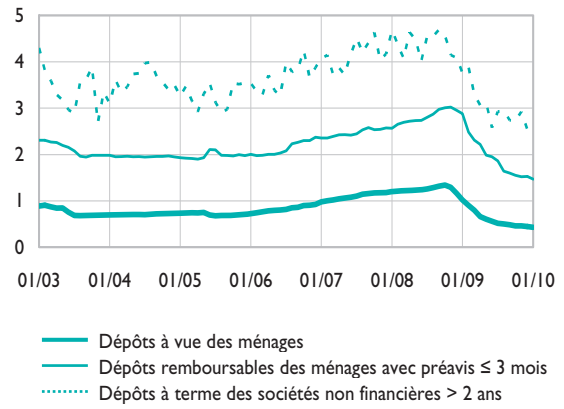
Figure 24
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2008	2009	2009	2009				2010
	déc.	déc.	janv.	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	1,16	0,45	1,02	0,49	0,46	0,46	0,45	0,43
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	2,95	1,53	2,88	1,60	1,55	1,52	1,53	1,47
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	4,08	2,53	3,76	2,74	2,72	2,92	2,53	2,51
France								
Livret A (fin de période)	4,00	1,25	4,00	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Livrets à taux réglementés	3,96	1,28	3,96	1,28	1,28	1,28	1,28	1,28
Livrets à taux de marché	3,73	1,37	3,55	1,39	1,35	1,37	1,37	1,29
Dépôts à terme ≤ 2 ans	4,44	2,39	4,15	2,71	2,59	2,45	2,39	2,31
Dépôts à terme > 2 ans	3,50	3,41	3,55	3,53	3,46	3,51	3,41	3,31

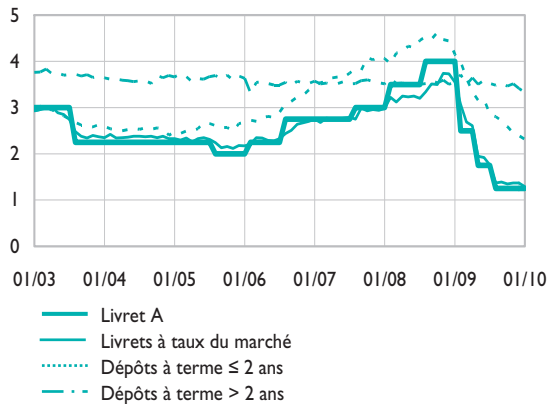
Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)



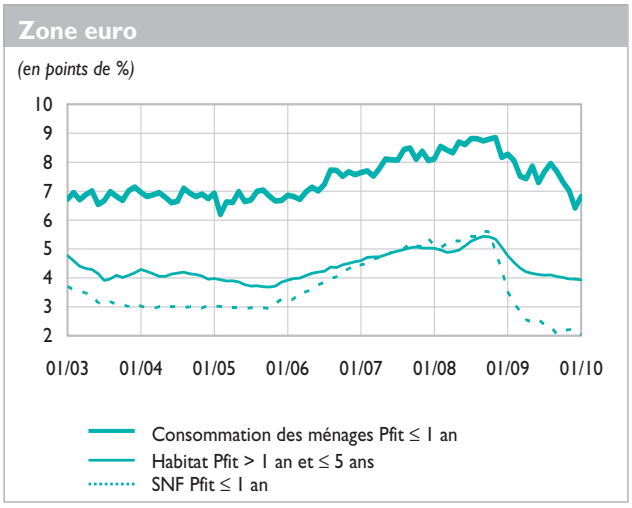
Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

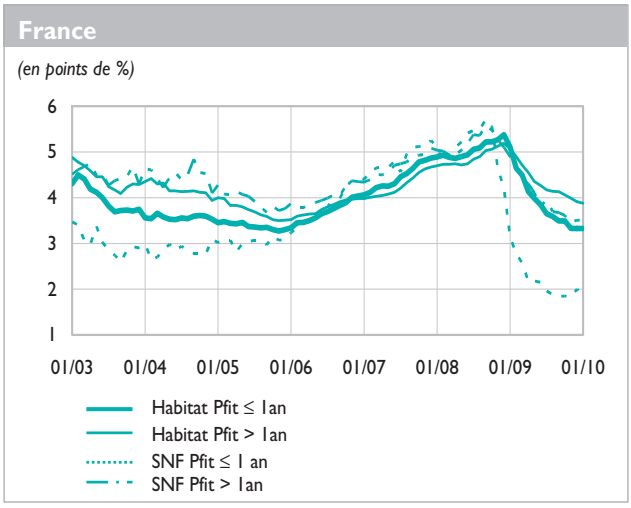
Réalisé le 9 mars 2010

Figure 25
Coût du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2009											2010
	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	8,06	7,51	7,43	7,87	7,30	7,67	7,96	7,69	7,32	7,03	6,42	6,81
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	4,54	4,34	4,21	4,15	4,12	4,09	4,10	4,05	4,02	3,97	3,96	3,93
SNF > EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,12	2,85	2,54	2,48	2,57	2,37	2,31	2,06	2,14	2,22	2,19	2,03
France												
Consommation des ménages	**7,26**	**7,01**	**6,96**	**6,92**	**6,68**	**6,77**	**6,78**	**6,58**	**6,46**	**6,44**	**6,34**	**6,52**
Habitat												
Pfit ≤ 1 an (a)	4,65	4,49	4,13	3,98	3,85	3,65	3,59	3,49	3,49	3,33	3,33	3,33
Pfit > 1 an (a)	4,90	4,71	4,55	4,35	4,27	4,17	4,14	4,13	4,06	3,99	3,91	3,88
SNF												
Pfit ≤ 1 an (a)	2,78	2,56	2,16	2,18	2,15	1,96	1,88	1,84	1,85	1,83	2,00	1,86
Pfit > 1 an (a)	4,68	4,40	4,30	4,10	3,82	3,94	3,70	3,67	3,61	3,46	3,51	3,50





(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période pendant laquelle le taux d'un contrat est fixe. Elle égale la durée du crédit lorsque le taux est fixe.
Pfit ≤ un an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an.
Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 9 mars 2010*

Figure 26
Coût du crédit – France

(en %)

	2008	2009			
	T4	T1	T2	T3	T4
Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	15,83	15,69	15,47	15,15	14,78
Prêts personnels > 1 524 €	7,44	7,53	7,07	6,90	6,66
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	5,85	5,87	5,26	5,04	4,93
Prêts à taux variable	5,85	5,95	5,27	4,59	4,44

Seuils applicables à partir du 1er jour de la période indiquée	2009				2010
	janv.	avril	juil.	oct.	janv.
Crédit aux particuliers - Taux de l'usure					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	21,11	20,92	20,63	20,20	19,71
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	9,92	10,04	9,43	9,20	8,88
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	7,80	7,83	7,01	6,72	6,57
Prêts à taux variable	7,80	7,93	7,03	6,12	5,92

	2008	2009			
	T4	T1	T2	T3	T4
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	6,69	4,12	3,10	1,75	1,52
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	7,27	5,64	4,47	2,90	2,37
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	6,77	4,67	3,81	2,79	2,34
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	6,38	4,26	3,37	2,81	2,28
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	5,54	3,36	2,45	2,12	1,81
> 1 524 490 €	5,18	3,06	1,98	1,48	1,19
Découvert					
≤ 15 245 €	10,54	10,52	9,74	9,77	9,82
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	8,62	8,02	6,93	7,21	6,85
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	7,41	5,98	4,92	4,42	4,19
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	6,22	4,88	3,55	3,06	2,76
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	5,71	4,03	2,78	2,15	1,81
> 1 524 490 €	5,40	3,45	2,46	1,82	1,56
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	5,90	5,69	4,52	4,03	3,84
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	6,17	5,50	3,72	3,91	3,46
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	6,63	5,02	3,63	3,50	3,17
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	6,28	4,24	3,26	2,75	2,59
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	5,82	3,54	2,50	2,02	1,80
> 1 524 490 €	5,58	3,11	2,09	1,67	1,43
Crédits à moyen et long termes					
≤ 15 245 €	5,72	5,29	4,48	4,06	3,95
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,57	5,20	4,38	4,11	3,81
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,42	5,10	4,39	4,12	3,82
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	5,34	5,03	4,41	4,04	3,86
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	5,36	4,63	3,88	3,70	3,40
> 1 524 490 €	5,50	3,74	2,83	2,81	2,64

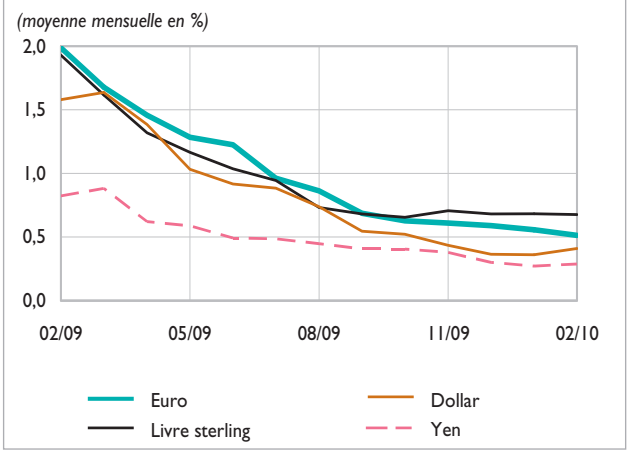
Source : Banque de France *Réalisé le 9 mars 2010*

Figure 27
Taux d'intérêt

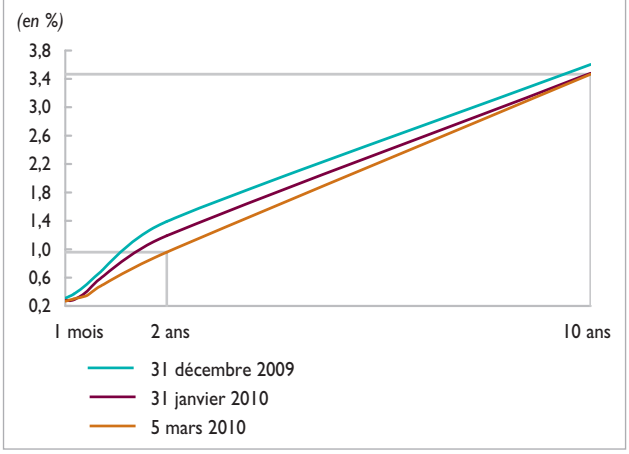
(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 05/03/10
	2009								2010		
	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											**1,00**
Au jour le jour	0,72	0,64	0,30	0,31	0,34	0,34	0,37	0,35	0,35	0,34	
À 3 mois	1,28	1,23	0,96	0,86	0,69	0,63	0,61	0,59	0,56	0,51	
À 1 an	1,63	1,59	1,41	1,35	1,19	1,18	1,16	1,16	1,18	1,14	
Livre sterling											**0,50**
Au jour le jour	0,44	0,48	0,50	0,48	0,47	0,50	0,50	0,49	0,48	0,48	
À 3 mois	1,17	1,04	0,94	0,73	0,68	0,65	0,71	0,68	0,68	0,68	
À 1 an	1,76	1,74	1,63	1,45	1,34	1,38	1,38	1,44	1,32	1,15	
Dollar											**0,25**
Au jour le jour	0,22	0,25	0,24	0,22	0,20	0,20	0,18	0,19	0,18	0,19	
À 3 mois	1,03	0,92	0,88	0,74	0,55	0,52	0,43	0,37	0,36	0,41	
À 1 an	1,60	1,59	1,48	1,40	1,27	1,08	1,01	0,98	0,97	0,93	
Yen											**0,10**
Au jour le jour	0,37	0,29	0,34	0,32	0,31	0,23	0,20	0,26	0,20	0,22	
À 3 mois	0,59	0,49	0,49	0,45	0,41	0,40	0,38	0,30	0,27	0,29	
À 1 an	0,84	0,73	0,77	0,73	0,71	0,69	0,64	0,61	0,54	0,56	
Taux des emprunts phares à 10 ans											
France	3,80	3,90	3,73	3,59	3,59	3,56	3,56	3,48	3,52	3,50	
Allemagne	3,44	3,55	3,37	3,34	3,29	3,23	3,28	3,22	3,28	3,19	
Zone euro	4,14	4,32	4,09	3,89	3,86	3,80	3,83	3,88	4,10	4,11	
Royaume-Uni	3,62	3,82	3,81	3,69	3,66	3,54	3,71	3,83	3,97	4,03	
États-Unis	3,33	3,75	3,58	3,62	3,43	3,39	3,43	3,60	3,74	3,71	
Japon	1,44	1,47	1,35	1,38	1,32	1,33	1,36	1,27	1,34	1,34	

Taux du marché interbancaire à 3 mois



Courbe des rendements des titres d'État – France



(a) Court terme : moyenne des taux interbancaires du milieu de fourchette entre les taux offerts et demandés, extraits des cotations affichées par Reuters, à 16h30 pour l'euro, et à 11h30 pour les autres devises
Emprunts phares : taux affichés par Reuters à 16h30

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 9 mars 2010*

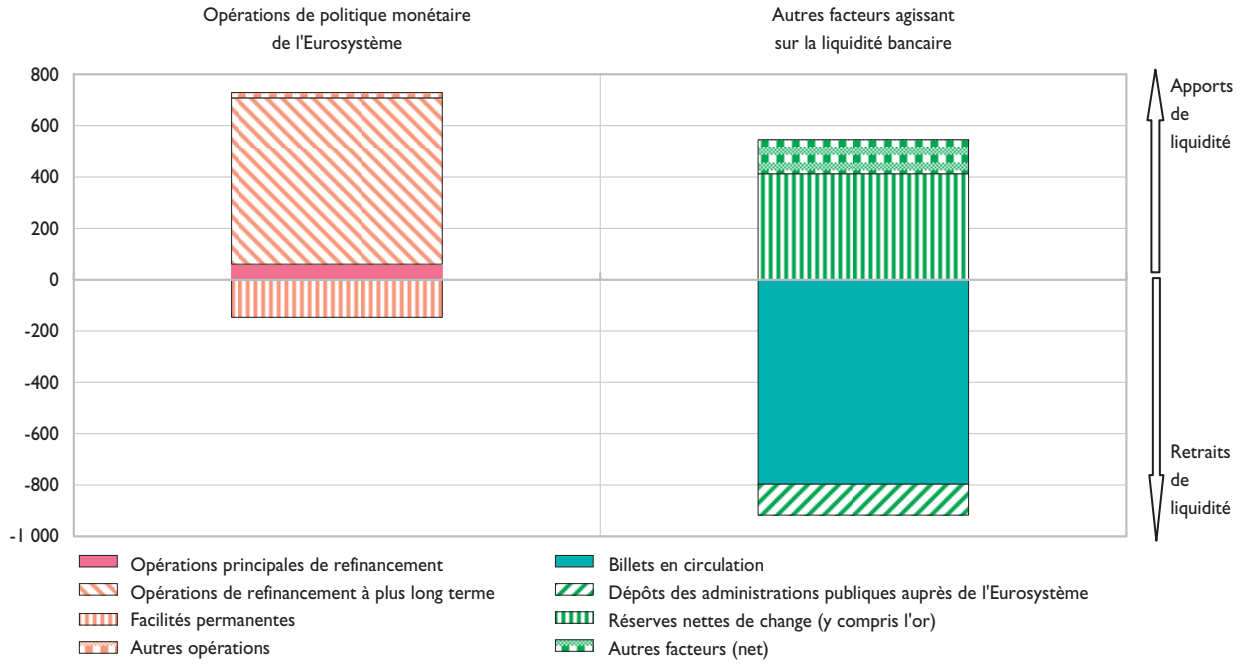
Figure 28
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 8 décembre 2009 au 19 janvier 2010)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	**737,8**	**155,0**	**582,8**
Opération principale de refinancement	60,6		60,6
Opération de refinancement à plus long terme	648,4		648,4
Facilités permanentes	0,4	147,0	-146,6
Autres opérations	28,4	8,1	20,4
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	**545,0**	**916,6**	**-371,5**
Billets en circulation		796,8	-796,8
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		119,8	-119,8
Réserves nettes de change (y compris l'or)	413,0		413,0
Autres facteurs (net)	132,1		132,1
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			**211,3**
dont réserves obligatoires			*210,1*

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 8 décembre 2009 au 19 janvier 2010)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 9 mars 2010

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		
05/03/09	11/03/09	1,50	05/03/09	11/03/09	0,50	2,50
02/04/09	08/04/09	1,25	02/04/09	08/04/09	0,25	2,25
07/05/09	13/05/09	1,00	07/05/09	13/05/09	0,25	1,75

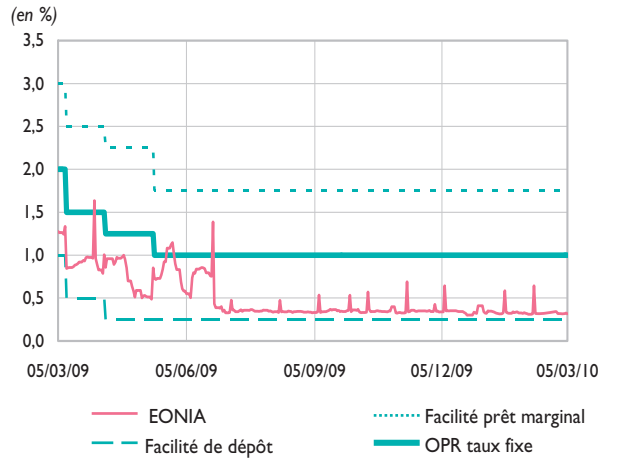
(en %)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2010	27 janvier (a)	1,00	1,00	2009	8 décembre	1,00
	3 février	1,00	1,00		10 décembre	1,00
	10 février	1,00	1,00		17 décembre	1,00
	17 février	1,00	1,00	2010	20 janvier	1,00
	24 février	1,00	1,00		28 janvier	1,00
	3 mars	1,00	1,00		10 février	1,00

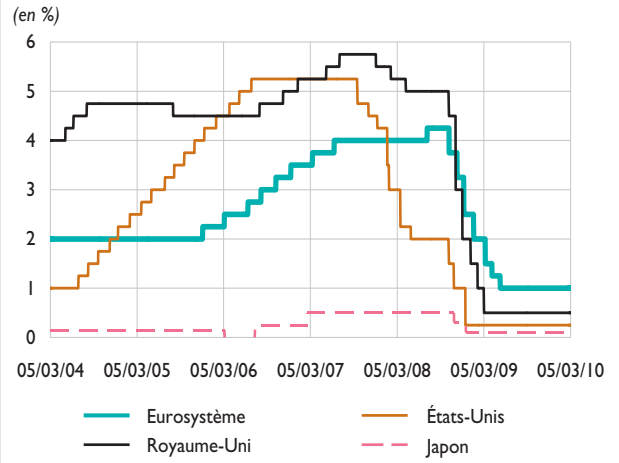
(en milliards d'euros, taux en %)

Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)								
Période de réserve prenant fin le		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
		zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France	
2009	11 août	216,00	39,78	216,89	39,94	0,89	0,17	1,00
	8 septembre	215,92	39,10	216,89	39,24	0,97	0,14	1,00
	13 octobre	213,67	38,67	214,72	38,79	1,05	0,12	1,00
	10 novembre	211,82	38,20	212,77	38,32	0,95	0,12	1,00
	7 décembre	210,23	37,56	211,44	37,69	1,21	0,13	1,00
2010	19 janvier	210,08	38,07	211,25	38,21	1,17	0,14	1,00

Taux directeurs de l'Eurosystème et EONIA



Taux directeurs des banques centrales



(a) Appel d'offres à taux fixe

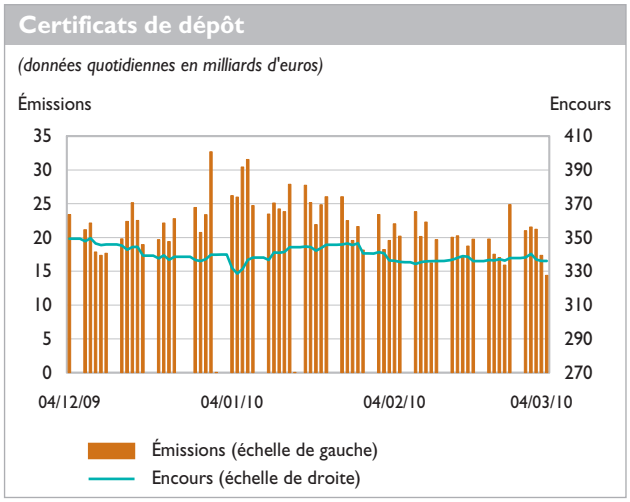
Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 9 mars 2010

Figure 30
Titres de créances négociables – France

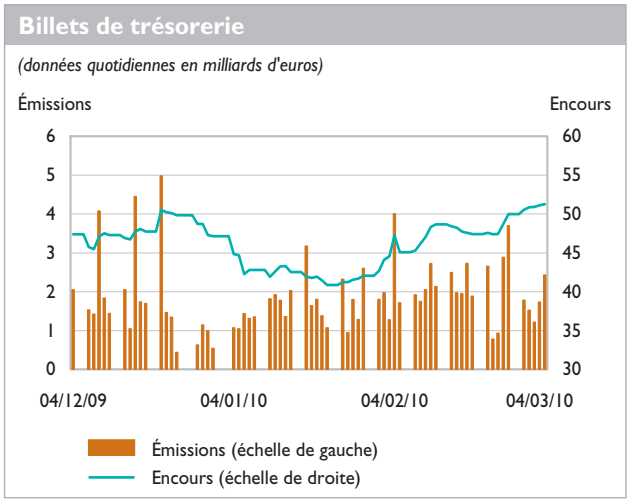
Certificats de dépôt

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
05/12/09 au 11/12/09	96,16	345,86	195
12/12/09 au 18/12/09	108,79	339,21	193
19/12/09 au 25/12/09	83,99	338,63	193
26/12/09 au 01/01/10	101,30	339,85	192
02/01/10 au 08/01/10	138,92	338,07	193
09/01/10 au 15/01/10	124,52	344,27	193
16/01/10 au 22/01/10	125,72	345,72	192
23/01/10 au 29/01/10	107,83	340,57	193
30/01/10 au 05/02/10	103,42	335,48	194
06/02/10 au 12/02/10	102,17	336,13	194
13/02/10 au 19/02/10	95,81	336,03	192
20/02/10 au 26/02/10	95,08	337,84	194
27/02/10 au 05/03/10	95,54	336,09	192



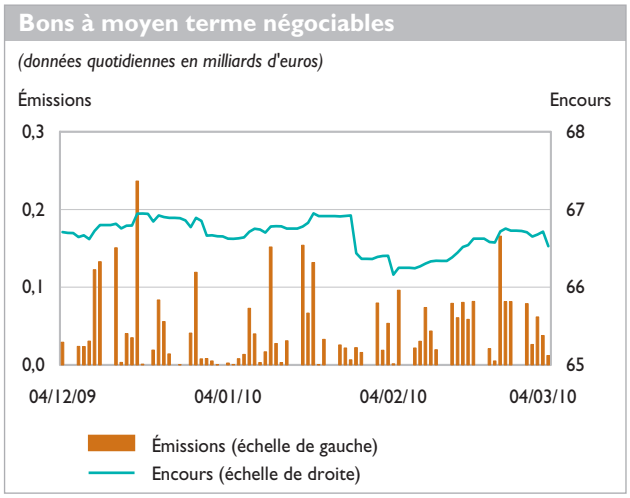
Billets de trésorerie

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
05/12/09 au 11/12/09	10,32	47,29	76
12/12/09 au 18/12/09	10,99	47,74	74
19/12/09 au 25/12/09	8,24	49,84	74
26/12/09 au 01/01/10	3,32	47,14	69
02/01/10 au 08/01/10	6,22	42,80	71
09/01/10 au 15/01/10	8,92	42,53	72
16/01/10 au 22/01/10	9,07	40,86	71
23/01/10 au 29/01/10	8,96	42,06	72
30/01/10 au 05/02/10	10,77	45,09	76
06/02/10 au 12/02/10	10,59	48,68	77
13/02/10 au 19/02/10	11,04	47,42	78
20/02/10 au 26/02/10	10,98	49,98	79
27/02/10 au 05/03/10	8,70	51,25	77



Bons à moyen terme négociables

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
05/12/09 au 11/12/09	0,33	66,80	133
12/12/09 au 18/12/09	0,47	66,95	132
19/12/09 au 25/12/09	0,17	66,89	132
26/12/09 au 01/01/10	0,18	66,67	131
02/01/10 au 08/01/10	0,10	66,71	133
09/01/10 au 15/01/10	0,27	66,75	132
16/01/10 au 22/01/10	0,39	66,92	131
23/01/10 au 29/01/10	0,09	66,37	131
30/01/10 au 05/02/10	0,25	66,25	130
06/02/10 au 12/02/10	0,19	66,34	130
13/02/10 au 19/02/10	0,36	66,62	130
20/02/10 au 26/02/10	0,35	66,73	130
27/02/10 au 05/03/10	0,22	66,53	130



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

Source : Banque de France *Réalisé le 9 mars 2010*

Figure 31
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt

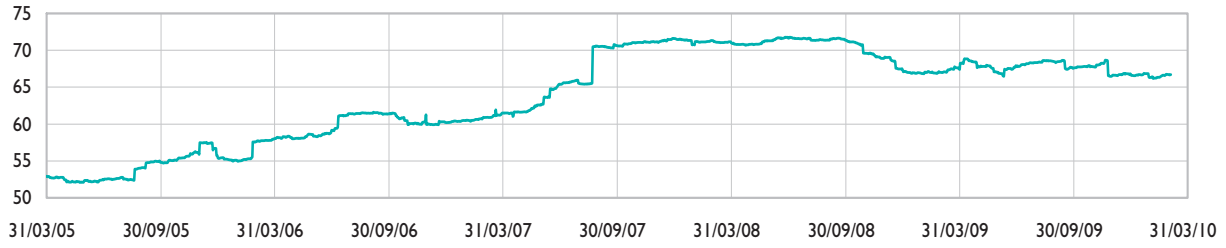
(encours journalier en milliards d'euros)

Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)

Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)

Source : Banque de France *Réalisé le 9 mars 2010*

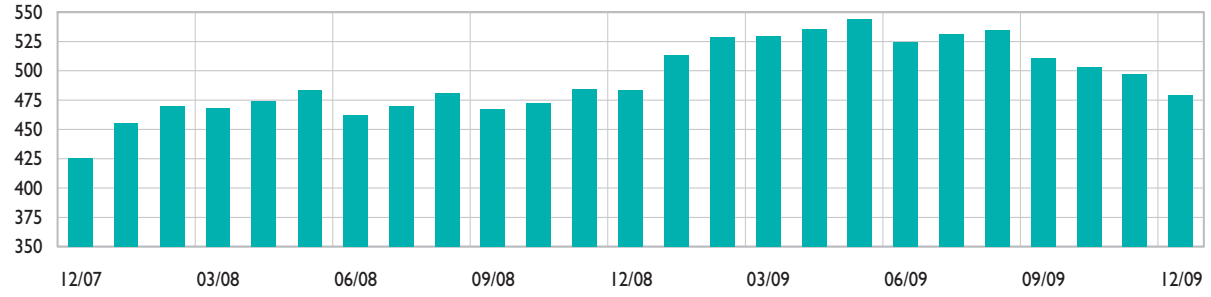
Figure 32
Titres d'OPCVM – France

(en milliards d'euros)

	2009			2009
	mars	juin	sept.	déc.
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	529,64	524,11	510,80	479,23
OPCVM obligations	156,05	163,79	174,18	
OPCVM actions	172,42	203,41	241,40	
OPCVM diversifiés	212,21	226,93	250,98	
OPCVM de fonds alternatifs	18,60	16,78	16,29	
OPCVM garantis	0,01	0,01	0,01	
Fonds à formule	69,78	68,51	68,01	

Actif net des OPCVM monétaires

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 9 mars 2010

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

(en milliards d'euros)

	Encours (a)		Émissions nettes (b)			
	2009	2010	Cumul	2009		2010
	janv. (c)	janv.	12 mois	nov. (c)	déc. (c)	janv.
Titres de dette des résidents français						
Total	**2 720,5**	**2 900,2**	**195,0**	**15,4**	**2,2**	**6,0**
Sociétés non financières	310,6	350,2	40,7	3,6	0,7	-0,3
court terme (≤ 1 an)	*32,8*	*21,5*	*-11,3*	*-0,4*	*-0,3*	*0,9*
long terme (> 1 an)	*277,8*	*328,7*	*52,0*	*4,0*	*1,0*	*-1,3*
Administrations publiques	1 115,1	1 261,5	148,2	9,4	2,3	-1,2
court terme (≤ 1 an)	*182,0*	*235,3*	*54,2*	*3,1*	*-6,6*	*-10,1*
long terme (> 1 an)	*933,1*	*1 026,2*	*94,0*	*6,2*	*8,9*	*8,9*
Institutions financières monétaires	1 151,5	1 086,3	-53,7	1,9	0,6	7,7
court terme (≤ 1 an)	*405,0*	*297,3*	*-107,7*	*-0,7*	*-0,7*	*-6,1*
long terme (> 1 an)	*746,5*	*789,0*	*54,0*	*2,5*	*1,4*	*13,8*
Institutions financières non monétaires (d)	143,4	202,2	59,8	0,6	-1,5	-0,1

(en milliards d'euros)

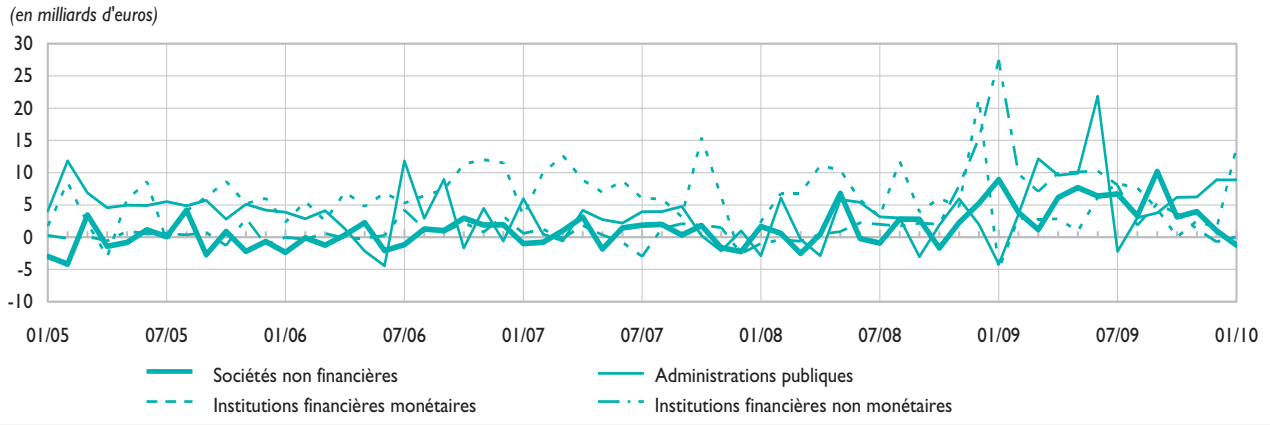
	Encours (e)		Émissions nettes (b)			Émissions brutes (f)	Rachats (f)
	2009	2010	Cumul	2009	2010	Cumul	Cumul
	janv.	janv.	12 mois	déc.	janv.	12 mois	12 mois
Actions françaises cotées							
Total	**932,5**	**1 235,4**	**41,9**	**3,5**	**0,4**	**43,7**	**1,8**
Sociétés non financières	815,3	1 045,4	20,3	1,0	0,2	22,1	1,8
Institutions financières monétaires	77,7	138,2	19,1	0,3	0,1	19,1	0,0
Institutions financières non monétaires	39,5	51,8	2,5	2,2	0,1	2,5	0,0

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

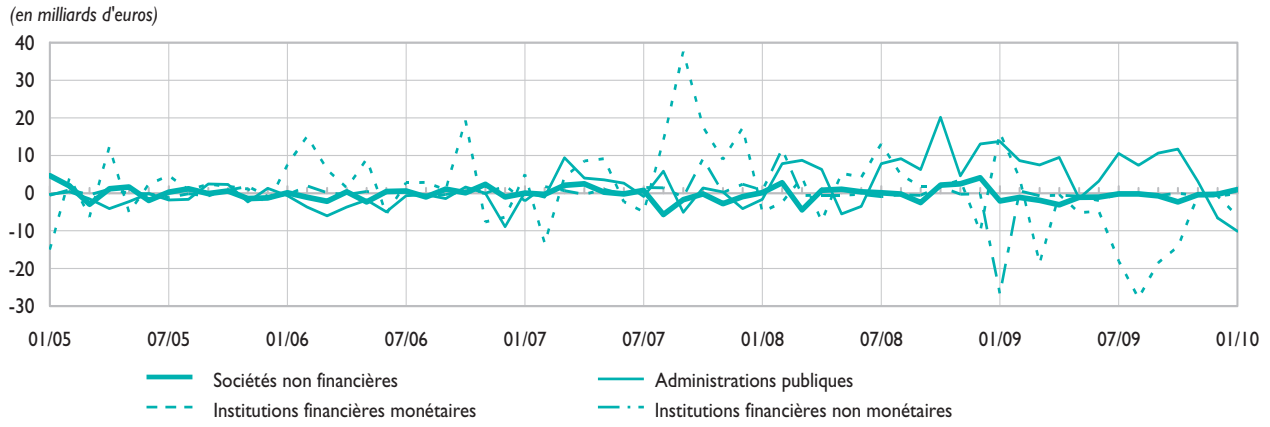
Source : Banque de France *Réalisé le 9 mars 2010*

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

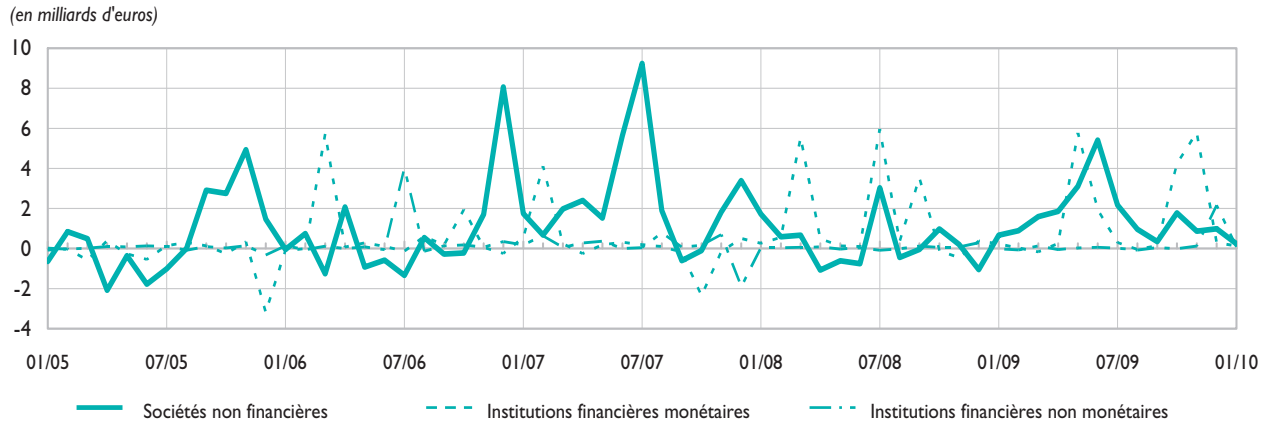
Émissions nettes de titres de dette à long terme des résidents français, désaisonnalisées



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



Émissions nettes d'actions cotées des résidents français, désaisonnalisées



Source : Banque de France

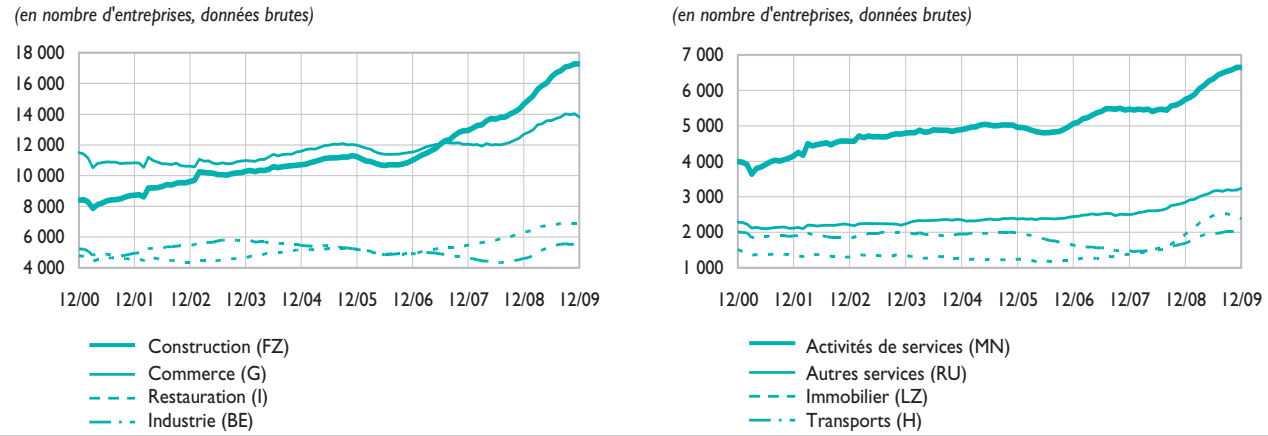
Réalisé le 9 mars 2010

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

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

	2008	2009											
	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.
Agriculture, sylviculture, pêche (AZ)	1 271	1 278	1 269	1 320	1 321	1 327	1 324	1 323	1 342	1 361	1 365	1 347	1 328
Industrie (BE)	4 608	4 657	4 774	4 999	5 156	5 282	5 434	5 487	5 534	5 568	5 518	5 528	5 513
Construction (FZ)	14 665	14 908	15 177	15 625	15 866	16 034	16 432	16 693	16 822	17 078	17 141	17 276	17 277
Commerce et réparation auto (G)	12 685	12 811	12 969	13 315	13 380	13 574	13 580	13 717	13 807	14 023	13 965	14 014	13 811
Transport et entreposage (H)	1 685	1 747	1 783	1 876	1 927	1 959	1 964	1 972	1 996	2 027	2 024	2 010	2 046
Hébergement et restauration (I)	6 317	6 368	6 439	6 620	6 699	6 741	6 801	6 821	6 886	6 984	6 910	6 878	6 863
Information et communication (JZ)	1 473	1 472	1 475	1 508	1 545	1 545	1 550	1 593	1 612	1 635	1 631	1 654	1 681
Activités financières et d'assurance (KZ)	876	906	939	977	1 008	1 049	1 078	1 106	1 114	1 108	1 118	1 122	1 125
Activités immobilières (LZ)	1 941	2 059	2 136	2 261	2 320	2 404	2 474	2 508	2 528	2 518	2 483	2 465	2 381
Activités de services (MN)	5 747	5 807	5 890	6 047	6 133	6 265	6 324	6 432	6 492	6 538	6 576	6 645	6 646
Enseignement, santé, action sociale (OQ)	1 400	1 394	1 365	1 361	1 316	1 345	1 371	1 350	1 358	1 365	1 320	1 281	1 274
Autres activités de services (RU)	2 842	2 919	2 932	3 004	3 050	3 086	3 163	3 176	3 157	3 203	3 182	3 191	3 235
Secteur inconnu	132	136	136	139	138	130	129	126	129	128	125	125	115
Total des secteurs	**55 642**	**56 462**	**57 284**	**59 052**	**59 859**	**60 741**	**61 624**	**62 304**	**62 777**	**63 536**	**63 358**	**63 536**	**63 295**

Défaillances d'entreprises en cumul 12 mois



NB : Les codes sur deux caractères correspondent au niveau d'agrégation A10 ; ceux sur un caractère aux sections de la NAF rév.2 A21.

Source : Banque de France *Réalisé le 9 mars 2010*

Figure 36
Systèmes de paiement de masse – France

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

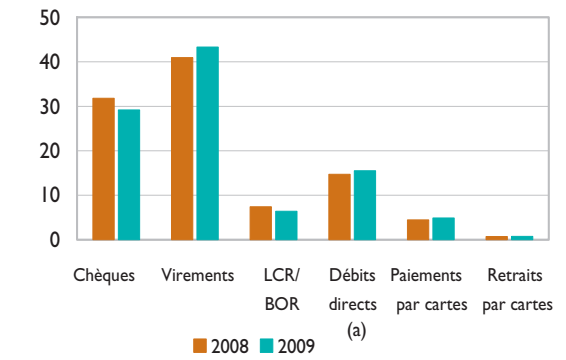
	2006	2007	2008	2009	2009		2010	2010
					nov.	déc.	janv.	Part
Chèques	7 132	6 974	6 533	5 700	5 247	6 197	5 832	29,5
Virements	7 342	7 904	8 413	8 473	8 043	9 852	8 515	43,0
dont virements SEPA	-	-	29	95	90	136	129	0,7
LCR/BOR	1 593	1 555	1 523	1 250	1 176	1 331	1 132	5,7
Prélèvements	1 705	1 739	1 814	1 801	1 776	1 960	1 829	9,2
TIP	155	150	147	143	210	169	99	0,5
Télérèglements	842	975	1 061	1 082	957	1 469	1 269	6,4
Paiements par cartes	819	864	921	957	955	1 142	986	5,0
Retraits par cartes	139	140	142	143	135	146	123	0,6
Total	**19 727**	**20 300**	**20 554**	**19 550**	**18 499**	**22 266**	**19 786**	**100,0**

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

	2006	2007	2008	2009	2009		2010	2010
					nov.	déc.	janv.	Part
Chèques	12 159	11 561	10 996	10 287	9 919	11 222	10 028	20,4
Virements	7 239	7 344	7 425	7 527	7 108	8 102	7 469	15,2
dont virements SEPA	-	-	13	38	45	68	64	0,1
LCR/BOR	390	370	355	334	333	352	312	0,6
Prélèvements	7 628	7 863	7 864	8 163	7 429	8 123	8 063	16,4
TIP	491	458	425	394	465	412	358	0,7
Télérèglements	27	38	47	56	74	51	66	0,1
Paiements par cartes	17 339	18 146	19 219	20 542	20 517	23 048	20 826	42,3
Retraits par cartes	2 497	2 467	2 462	2 454	2 359	2 355	2 130	4,3
Total	**47 771**	**48 248**	**48 794**	**49 757**	**48 203**	**53 666**	**49 252**	**100,0**

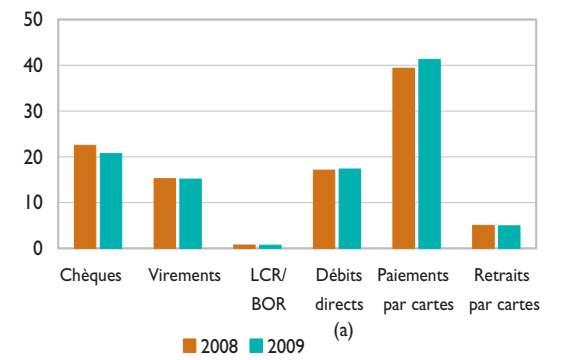
Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des montants échangés)



Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des volumes échangés)



(a) Débits directs : les prélèvements, les TIP et les télérèglements

Sources : GSIT, STET

Réalisé le 9 mars 2010

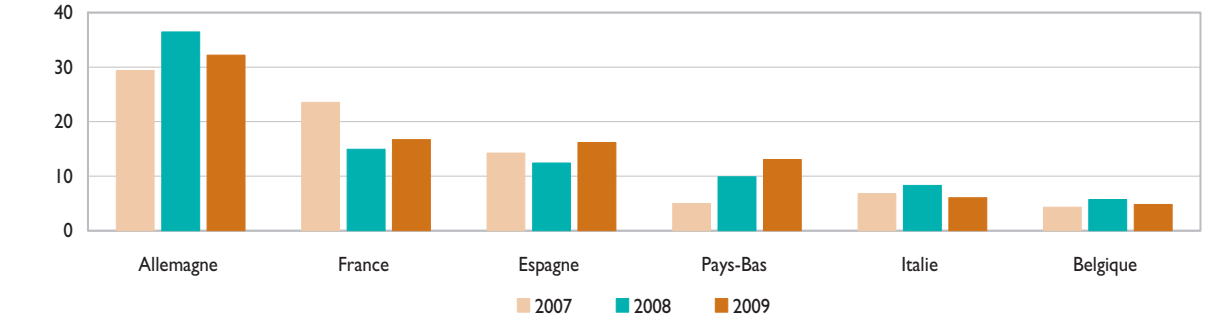
Figure 37
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

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

	2005	2006	2007	2008	2009			2009
					oct.	nov.	déc.	Part
France	474	530	569	398	337	336	346	15,5
Allemagne	539	591	711	972	611	673	794	35,6
Autriche	27	31	35	59	26	29	26	1,2
Belgique	67	76	104	152	85	86	91	4,1
Chypre	–	–	–	1	1	1	2	0,1
Espagne	291	296	344	331	360	366	368	16,5
Finlande	13	15	24	33	24	26	27	1,2
Grèce	22	27	33	30	25	26	26	1,2
Irlande	22	26	29	32	30	28	26	1,2
Italie	128	148	165	221	123	128	125	5,6
Luxembourg	26	31	39	60	40	31	19	0,9
Malte	–	–	–	0	0	0	0	0,0
Pays-Bas (a)	96	100	121	264	308	297	304	13,6
Portugal	13	13	13	16	16	14	16	0,7
Slovaquie	–	–	–	–	3	3	3	0,1
Slovénie	–	–	2	2	2	2	3	0,1
EPM-BCE	15	20	27	43	41	39	41	1,8
Total TARGET2 zone euro (b)	**1 733**	**1 904**	**2 217**	**2 614**	**2 032**	**2 084**	**2 216**	**99,4**
Hors zone euro	170	188	202	53	11	10	13	0,6
Total TARGET2 Union européenne (b)	**1 902**	**2 092**	**2 419**	**2 667**	**2 043**	**2 094**	**2 228**	**100,0**
Euro1 (c)	**167**	**189**	**228**	**287**	**233**	**232**	**247**	

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

(% des capitaux échangés)



La somme des composants peut ne pas être égale au total (ou à 100) en raison des arrondis.
Depuis janvier 2009, une nouvelle méthodologie de collecte et de reporting *statistique a été mise en place sur les données TARGET2 afin d'améliorer la qualité des données. Cet élément doit être pris en considération lors des comparaisons des données 2009 avec les données antérieures.*
(a) Depuis le 19 mai 2008, les opérations du Royaume-Uni transitent par ce pays.
(b) Composition variable en fonction des pays qui participent aux systèmes de paiement en euros.
(c) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro (ABE). Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 9 mars 2010*

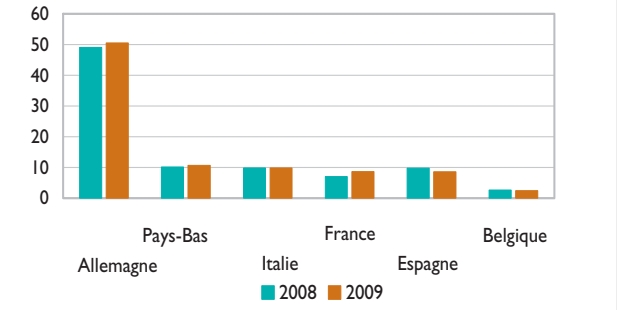
Figure 38
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

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

	2005	2006	2007	2008	2009			2009
					oct.	nov.	déc.	Part
France	16 823	17 953	19 192	25 992	30 331	29 061	33 255	8,7
Allemagne	139 195	148 613	164 187	181 625	175 224	179 515	183 568	48,2
Autriche	11 406	13 073	15 222	14 199	5 891	5 719	5 758	1,5
Belgique	6 874	6 802	7 993	9 884	8 728	9 093	10 233	2,7
Chypre	–	–	–	392	376	401	470	0,1
Espagne	26 307	37 439	41 792	36 167	29 786	29 793	31 173	8,2
Finlande	1 136	1 223	1 392	1 587	1 690	1 686	1 658	0,4
Grèce	5 425	5 951	6 334	5 117	5 656	6 082	6 674	1,8
Irlande	4 274	4 775	5 334	5 139	4 943	4 943	5 007	1,3
Italie	40 406	42 934	45 111	36 491	34 991	35 940	43 247	11,4
Luxembourg	2 011	2 631	3 399	3 037	3 000	2 784	2 465	0,6
Malte	–	–	–	50	61	63	69	0,0
Pays-Bas (a)	17 467	17 849	27 685	37 745	37 102	38 437	46 001	12,1
Portugal	4 225	4 190	4 774	5 072	4 072	4 064	4 240	1,1
Slovaquie	–	–	–	–	621	613	624	0,2
Slovénie	–	–	3 152	3 018	3 392	3 264	3 440	0,9
EPM-BCE	154	156	169	176	311	315	323	0,1
Total TARGET2 zone euro (b)	**275 702**	**303 589**	**345 738**	**365 690**	**346 175**	**351 773**	**378 203**	**99,3**
Hors zone euro	20 604	22 607	20 442	4 277	2 267	2 475	2 672	0,7
Total TARGET2 Union européenne (b)	**296 306**	**326 196**	**366 179**	**369 967**	**348 442**	**354 248**	**380 875**	**100,0**
Euro1 (c)	**180 595**	**187 163**	**211 217**	**250 766**	**233 931**	**227 480**	**237 756**	

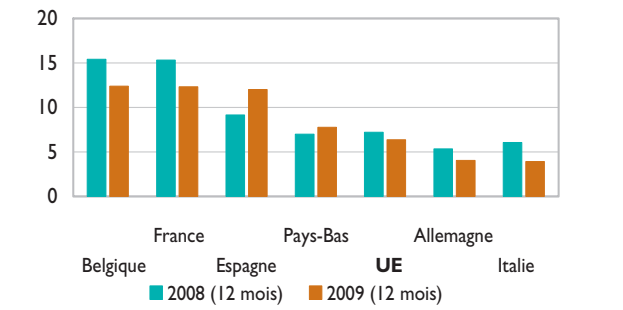
Parts de marché de chaque place dans le système TARGET2 de l'Union européenne

(% des volumes échangés)



Montant moyen d'une opération dans le système TARGET2 de l'Union européenne

(en millions d'euros)



La somme des composants ne peut pas être égale au total (ou à 100) en raison des arrondis.
Depuis janvier 2009, une nouvelle méthodologie de collecte et de reporting *statistique a été mise en place sur les données TARGET2 afin d'améliorer la qualité des données. Cet élément doit être pris en considération lors des comparaisons des données 2009 avec les données antérieures.*
(a) Depuis le 19 mai 2008, les opérations du Royaume-Uni transitent par ce pays.
(b) Composition variable en fonction des pays qui participent aux systèmes de paiement en euros.
(c) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro (ABE). Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 9 mars 2010*

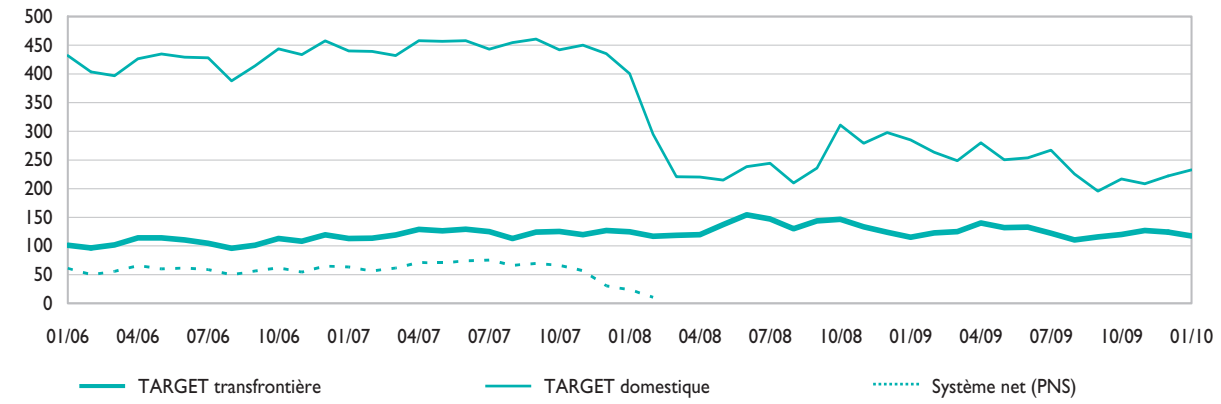
Figure 39
Systèmes de paiement de montant élevé – France

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

	2006	2007	2008	2009	2009		2010	2010
					nov.	déc.	janv.	Part
Garanties mobilisées dans TARGET domestique France (b)								
Titres français négociables	14,2	11,5	51,2	114,6	113,2	112,9	111,3	32,7
Créances privées	7,4	18,6	79,9	129,0	127,5	128,1	135,6	39,8
Titres mobilisés *via* le CCBM	7,2	7,2	62,8	79,9	78,6	82,9	86,0	25,3
Autres titres étrangers (c)	8,4	8,8	8,2	7,9	7,5	7,4	7,5	2,2
Total	**37,2**	**46,1**	**202,1**	**331,3**	**326,8**	**331,3**	**340,4**	**100,0**

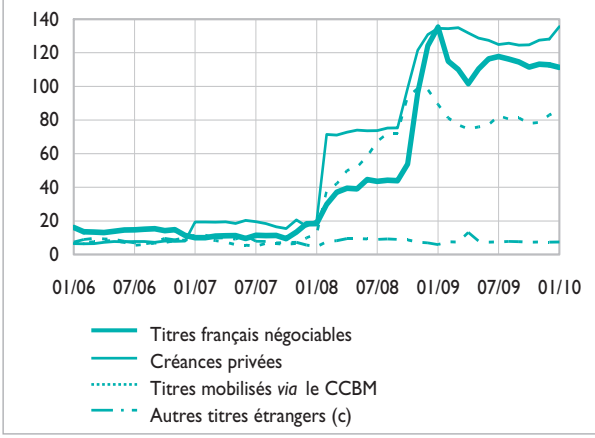
Évolution mensuelle des capitaux échangés (a)

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

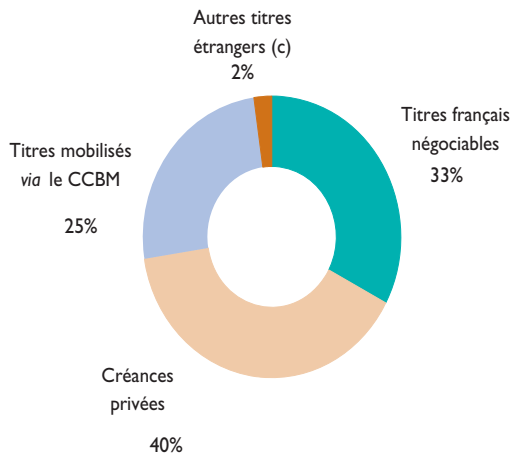


Évolution mensuelle des garanties mobilisées (b)

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées en janvier 2010 (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 9 mars 2010*

Notice méthodologique

1| Situation économique générale

1|1 Compétitivité

Les indicateurs de compétitivité sont calculés selon la méthodologie développée par L. Buldorini *et alii* [1]. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, prennent notamment en compte la concurrence sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Elles sont calculées sur la base des échanges de produits manufacturés en moyenne sur les années 1999 à 2001. Pour les pays de l'Union européenne, les IPC utilisés comme déflateurs sont les indices de prix à la consommation harmonisés.

Le groupe de 22 pays partenaires de l'OCDE est constitué de l'Allemagne, de l'Australie, de l'Autriche, de la Belgique, du Canada, du Danemark, de l'Espagne, des États-Unis, de la Finlande, du Royaume-Uni, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie, du Japon, des Pays-Bas, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, du Portugal, de la Suède, de la Suisse, du Mexique et de la Corée du Sud.

Le groupe de 46 pays partenaires est constitué de pays de l'Union européenne (UE à 15, la Pologne, la Hongrie, Chypre, Malte), des États-Unis, de la Suisse, du Japon, du Canada, de la Corée du Sud, de la Chine, de la Turquie, du Maroc, de Taiwan, de Hong Kong, de la Norvège, du Brésil, de l'Australie, de l'Indonésie, de l'Inde, de l'Argentine, d'Israël, de la Thaïlande, de Singapour, de l'Afrique du Sud, de la Malaisie, du Mexique, du Chili, des Philippines, du Pakistan, du Venezuela, de la Colombie, de la Nouvelle-Zélande, et de l'Algérie.

Le groupe de 56 pays partenaires est constitué de ces mêmes pays, auxquels s'ajoutent la République tchèque, la Slovénie, la Slovaquie, la Lituanie, l'Estonie, la Lettonie, la Roumanie, la Bulgarie, la Croatie et la Russie.

1|2 Balance des paiements

Définitions

La balance des paiements est un document statistique, présenté suivant les règles de la comptabilité en partie double, qui rassemble et ordonne l'ensemble des transactions économiques et financières entre les résidents français et les non-résidents, au cours d'une période donnée.

Les résidents sont les personnes physiques ayant leur principal centre d'intérêt en France, quelle que soit leur nationalité — à l'exception des fonctionnaires et militaires étrangers en poste en France, les fonctionnaires et autres agents publics français en poste à l'étranger ou mis à la disposition d'organisations internationales ou d'autres employeurs non résidents, les personnes morales, françaises ou étrangères, pour leurs établissements en France, lorsqu'il y a existence d'une activité économique réelle exercée en France par des unités de production autonomes, quelle qu'en soit leur forme juridique.

Pour l'élaboration des statistiques de balance des paiements, la France comprend la métropole, la principauté de Monaco, les départements d'Outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion), les collectivités territoriales de Mayotte et Saint-Pierre-et-Miquelon. Tous les autres pays constituent « l'étranger » ou le « reste du monde ».

La balance des paiements est traditionnellement présentée du point de vue de la nation, contrairement à la comptabilité nationale au sein de laquelle les échanges entre la France et l'extérieur sont présentés du point de vue de l'agent « reste du monde ».

Mode d'enregistrement

Par convention, en balance des paiements, un chiffre positif (crédit) correspond à une exportation ou à une recette lorsqu'il se rapporte à une opération réelle, c'est-à-dire à des échanges de biens, de services et

[1] *Buldorini, Makrydakis et Thimann (2002) :* "The effective exchange rates of the euro", *BCE,* Occasional Paper, *n° 2, consultable sur le site de la BCE* (http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp2.pdf)

des paiements de revenus. Un chiffre négatif (débit) représente une importation ou une dépense. S'agissant du compte financier, un chiffre positif reflète une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements, qu'ils soient financiers ou monétaires. Un chiffre négatif représente une augmentation des avoirs ou une diminution des engagements. Ainsi, un chiffre négatif au titre des avoirs de réserve signifie que les réserves ont augmenté.

La balance des paiements est établie chaque mois, dans une forme simplifiée, selon un calendrier annoncé à l'avance, environ six semaines après la fin du mois sous revue. Les révisions trimestrielles, environ soixante-quinze jours après la fin du trimestre sont l'occasion d'améliorer la qualité des données, mais également de publier une information plus détaillée. Les révisions annuelles, publiées en mai, concernent non seulement l'année précédente, mais également les deux années antérieures.

Les premiers résultats mensuels publiés sont considérés comme provisoires. Les données trimestrielles après révision et les données de l'année précédant l'année en cours ont le statut de résultats semi-définitifs. Les données des années antérieures sont qualifiées de résultats définitifs.

Secteurs économiques

Dans certaines parties de la balance des paiements — les transferts courants, les investissements de portefeuille, les « autres investissements » —, les échanges recensés font l'objet d'un classement en fonction du secteur économique auquel appartient le résident impliqué dans l'opération. On distingue dans ce cas :

• les autorités monétaires, c'est-à-dire la Banque de France ;

• le secteur des administrations publiques (APU), qui regroupe l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale ;

• le secteur des institutions financières monétaires hors Banque centrale (IFM), comprenant les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation communautaire et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts de dépôts de la part d'entités autres que des IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Les OPCVM monétaires remplissent les conditions et sont dès lors inclus dans le secteur des IFM ;

• les « autres secteurs », qui regroupent les agents économiques autres que ceux inclus dans les trois secteurs précédents : les entreprises industrielles et commerciales, les assurances, les institutions financières non monétaires, notamment les entreprises d'investissement et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières non monétaires (OPCVM non monétaires), les institutions à but non lucratif au service des ménages et les ménages.

Les grandes composantes de la balance des paiements

Définies par le cinquième *Manuel de la balance des paiements* du FMI, les composantes types de la balance des paiements sont réparties entre le compte de transactions courantes, le compte de capital et le compte financier. Le poste des erreurs et omissions nettes est un poste d'ajustement dont l'existence tient à ce que, à la différence d'un véritable système de comptabilisation en partie double, les enregistrements en débit et crédit dans la balance des paiements ne sont pas inscrits simultanément à l'occasion de chaque transaction, mais résultent de déclarations indépendantes qui peuvent générer des erreurs, des oublis ou des décalages de période.

Le compte de transactions courantes regroupe les échanges de biens et services, les revenus et les transferts courants. Les échanges de biens sont évalués à partir des statistiques du commerce extérieur de la direction générale des Douanes et des Droits indirects, auxquelles sont ajoutées les transactions relatives à l'avitaillement, au travail à façon et aux réparations.

Les échanges de services hors voyages sont subdivisés en plusieurs postes selon leur nature économique. Parmi les postes mis en évidence par la balance des paiements, figurent notamment les transports, éclatés entre les transports maritimes, aériens et les autres transports, les services de communication, les services de construction, les services d'assurance, les services financiers, les services informatiques et d'information, les redevances et droits de licence, les autres services

aux entreprises, qui peuvent être décomposés en négoce international, autres services commerciaux, locations et services divers aux entreprises.

Les voyages constituent un poste particulier au sein des échanges de services, à la fois par leur importance et par leur définition, qui ne prend pas en compte la nature économique de l'échange, mais les modalités de celui-ci. La ligne voyages reflète au crédit l'ensemble des dépenses des non-résidents en France effectuées au titre de leurs frais de séjour à l'occasion d'excursions, de voyages touristiques ou de voyages d'affaires, de durée inférieure à un an, ainsi que les frais engagés au titre des services personnels (de santé, de scolarité, etc.) acquis auprès de résidents ; au débit, les dépenses de même nature effectuées par des résidents français à l'étranger. Les dépenses et recettes de transport liées aux voyages internationaux ne sont pas enregistrées sous cette ligne, mais avec les services de transport. À l'inverse, les transports intérieurs effectués par des non-résidents et les transports à l'intérieur d'un pays étranger effectués par des résidents sont en principe inclus dans les voyages (en pratique, il est parfois difficile de différencier les dépenses de transport intérieur des dépenses de transport international).

Les revenus sont partagés entre rémunérations des salariés et revenus d'investissements. Les rémunérations des salariés comprennent les salaires, gages, traitements versés par des employeurs non résidents à leurs salariés résidents (travailleurs frontaliers, saisonniers, en mission de courte durée) et inversement. Les revenus des investissements correspondent aux recettes ou paiements afférents aux avoirs ou engagements financiers extérieurs. Ils sont décomposés en fonction de la nature des opérations financières auxquelles ils se rattachent, revenus des investissements directs, revenus des investissements de portefeuille et autres revenus d'investissements (cf. ci-après pour une définition des rubriques du compte financier). Les dividendes (revenus des titres de participations) sont enregistrés à la date de versement et les intérêts (revenus des créances) sur la base des droits constatés.

Les transferts courants constituent la contrepartie comptable de biens, services, capitaux exportés ou importés gratuitement, c'est-à-dire sans contrepartie apparente ou mesurable. Ils sont ventilés par secteur. Les transferts courants des administrations publiques comprennent notamment la coopération internationale, les contributions de la France aux dépenses des organisations internationales, les recettes et versements d'impôts en provenance et à destination d'administrations publiques étrangères effectués dans le cadre de conventions fiscales, les versements des administrations de sécurité sociale à des travailleurs ou à d'anciens travailleurs non résidents et à leurs ayant-droits et les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du FEOGA — section orientation, qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

Les transferts des autres secteurs sont ventilés en deux rubriques, les envois de fonds des travailleurs et les autres opérations. Les envois de fonds des travailleurs reprennent les montants transférés à l'étranger par des travailleurs résidents et vice-versa. De tels transferts sont généralement effectués par des résidents d'origine étrangère vers leur pays d'origine ou vers la France par des personnes non résidentes d'origine ou de nationalité française. Les autres opérations comprennent des opérations de nature très diverse, parmi lesquelles les dons et versements humanitaires en faveur de personnes physiques et morales, les subventions et donations, les indemnités pour rupture de contrat, cautions et dédommagements, les prix littéraires, artistiques ou scientifiques, etc.

Le compte de capital regroupe les transferts en capital — remises de dettes, pertes sur créances, aides à l'investissement des fonds structurels, transferts des migrants — et les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits (brevets, marques, droits d'auteur…).

Le compte financier est partagé en rubriques en fonction de la nature et de la finalité des opérations, investissements directs, investissements de portefeuille, produits financiers dérivés, autres investissements et avoirs de réserve. À l'exception des investissements directs, des produits financiers dérivés et des avoirs de réserve, les rubriques sont subdivisées en créances et engagements, puis ventilées selon le type d'opération ou d'instrument et enfin selon le secteur résident concerné.

Conformément à la définition de référence détaillée de l'OCDE et en accord avec les recommandations internationales (FMI, Eurostat, BCE), les

investissements directs couvrent les opérations effectuées par des investisseurs afin d'acquérir, d'accroître ou de liquider un intérêt durable dans une entreprise et de détenir (ou de liquider) une influence dans sa gestion. La notion d'investissement direct est donc plus large que celle de contrôle.

L'investissement direct met en relation des entreprises apparentées, c'est-à-dire :

• une entreprise « investisseur direct » (maison-mère) et une ou plusieurs entreprises investies, qu'il s'agisse de succursales, de filiales ou d'autres entreprises affiliées ;

• des entreprises « investies » (sociétés sœurs) entre elles.

Par convention, on considère qu'une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'une personne physique ou morale (l'investisseur) détient au moins 10 % des droits de vote, ou à défaut 10 % du capital social, d'une entreprise « investie ».

Les investissements directs comprennent non seulement la transaction initiale, qui établit la relation entre l'investisseur et l'entreprise investie, mais aussi toutes les transactions ultérieures entre eux et entre les entreprises apparentées (opérations de prêt, flux de trésorerie et, plus généralement, l'ensemble des opérations financières à l'exception des crédits commerciaux et des opérations interbancaires entre établissements de crédit affiliés). Les investissements immobiliers sont également considérés comme des investissements directs.

Les investissements directs sont enregistrés selon le principe directionnel. Ainsi, les investissements directs français à l'étranger comprennent les créances (autres que celles figurant dans les investissements étrangers en France) et les engagements des maisons-mères résidentes vis-à-vis de leurs filiales étrangères. Symétriquement, les investissements directs étrangers en France incluent les engagements (autres que ceux enregistrés dans les investissements français à l'étranger) et les créances des filiales résidentes auprès de leur maison-mère étrangère.

Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France sont décomposés par nature d'opérations entre :

• les investissements immobiliers et les opérations en capital social, qui comprennent les créations, acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre, les consolidations de prêts, prêts subordonnés et prêts participatifs du secteur bancaire ;

• les bénéfices réinvestis, qui correspondent à la part des résultats nets des entreprises investies revenant à la maison-mère au cours d'un exercice comptable diminuée des dividendes versés à la maison-mère au cours du même exercice ;

• les autres opérations, qui recouvrent les opérations de prêt, avances, dépôts, à court et long termes, entre sociétés affiliées, à l'exception des crédits commerciaux et des crédits et dépôts entre les banques résidentes et leurs correspondants étrangers, classés en « autres investissements ».

Les investissements de portefeuille comprennent toutes les opérations sur titres négociables entre résidents et non-résidents, achats à l'émission, négociations et remboursements, à l'exception des opérations comprises au sein des investissements directs, des avoirs de réserve et des produits financiers dérivés et des opérations de cession temporaire. Les prêts secs de titres, qui ne donnent lieu à aucun mouvement monétaire, ne sont pas enregistrés dans la balance des paiements.

Les flux sont partagés en avoirs (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des non-résidents) et engagements (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des résidents). Chacune de ces deux lignes est ensuite scindée en fonction de la nature des titres échangés : actions et titres d'OPCVM, obligations et titres assimilés, c'est-à-dire tous les titres d'emprunt à plus d'un an d'échéance initiale, instruments du marché monétaire, dont l'échéance est inférieure à un an. Les flux par catégorie d'instruments sont ensuite partagés en fonction du secteur résident détenteur (pour les avoirs) ou émetteur (pour les engagements).

Depuis le 1er février 2000, conformément aux recommandations du FMI et avec l'accord de tous les organismes internationaux intéressés, il a été créé une nouvelle rubrique au sein du compte financier, intitulée Produits financiers dérivés, qui comprend les primes sur options, les appels de marge et les intérêts sur *swaps*.

Les autres investissements sont une rubrique résiduelle qui englobe toutes les opérations sur

actifs et passifs financiers vis-à-vis des non-résidents qui ne figurent pas sous une autre rubrique du compte financier. Elle se répartit entre créances et engagements des résidents vis-à-vis de l'étranger (y compris les prises et mises en pension livrée), puis par nature d'opérations (crédits commerciaux, prêts, dépôts et emprunts, autres avoirs et engagements), enfin par secteur résident à l'origine des créances et des engagements. On distingue en particulier les flux des IFM qui sont cohérents avec les informations destinées à l'élaboration des statistiques monétaires.

Les avoirs de réserve sont les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires pour leur permettre de financer les déséquilibres de paiements ou d'intervenir pour en réduire l'ampleur. Depuis la création de la zone euro, seuls les mouvements affectant la partie des réserves de change non transférées à la BCE et qui restent gérées par la Banque de France figurent dans la balance des paiements de la France. Par ailleurs, compte tenu de l'adoption d'une méthodologie commune aux pays membres de l'Union monétaire, seules les créances sur des non-résidents hors zone euro sont prises en compte, ce qui exclut, de fait, de cette rubrique les placements en devises effectués auprès de banques non résidentes situées dans la zone euro.

Les avoirs de réserve sont constitués des créances brutes en or monétaire et en devises, y compris sous forme de titres émis par des non-résidents, des avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) et de la position nette de réserve à l'égard du FMI.

1|3 La position extérieure

La position extérieure de la France a pour objectif de recenser, à la date d'arrêté, l'ensemble des créances et des engagements des résidents vis-à-vis des non-résidents. Elle est élaborée à l'aide d'enquêtes périodiques de stocks revalorisés et actualisée, si nécessaire, par des cumuls de flux pour les points les plus récents.

Conformément aux recommandations du *Cinquième manuel de balance des paiements* du Fonds monétaire international, les créances et engagements extérieurs de la France sont présentés suivant les mêmes rubriques que la balance des paiements.

Les encours d'investissements directs sont recensés chaque année. Ils peuvent être valorisés en valeur de marché ou en valeur comptable, selon le mode de valorisation des capitaux propres. La valeur comptable des encours est celle indiquée par les entreprises dans leur comptabilité. Elle figure, pour les investissements directs français à l'étranger, dans les tableaux relatifs aux filiales et participations annexés aux comptes annuels, et pour les investissements directs étrangers en France, dans les bilans des affiliés résidents des investisseurs directs non résidents. Pour l'élaboration des chiffres définitifs (publiés en principe dix-huit mois après la date d'arrêté), le montant d'un investissement est calculé en multipliant la quote-part détenue par l'investisseur direct dans la société investie par la valeur des capitaux propres de la société. On ajoute ensuite l'encours des prêts consentis par l'investisseur à l'affilié. Les chiffres estimés sont établis tant pour les investissements directs français à l'étranger que pour les investissements étrangers en France, à partir des dernières données comptables disponibles, revalorisées et actualisées par les flux de balance de paiements relatifs aux investissements directs (apports en capital et autres opérations entre sociétés affiliées).

Le recensement est limité aux encours détenus directement par les investisseurs directs, les participations indirectes (de second 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 second investissement n'est pas pris en considération. De même, si la filiale française d'un investisseur étranger détient une autre filiale en France, ce deuxième investissement n'entre pas dans l'encours recensé.

Les encours d'investissements directs en valeur de marché, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, font l'objet d'une estimation, déterminée en commun avec les comptables financiers nationaux, appliquée aux seuls capitaux propres. S'agissant des prêts et placements, la valeur comptable est présumée identique à la valeur de marché. La valeur de marché est uniquement calculée sur le total de l'encours. Aucune ventilation par entreprise, par pays ou par secteur économique n'est donc disponible.

La position-titres (encours des titres français détenus par les non-résidents et des titres étrangers détenus par les résidents) est établie chaque année à la suite d'un recensement titre par titre dont les résultats

sont disponibles neuf mois après la fin de l'année de référence. Entre deux recensements annuels, des estimations sont effectuées à l'aide du dernier stock disponible, revalorisé et actualisé à l'aide de cumuls de flux.

S'agissant des investissements de portefeuille des résidents en titres étrangers (avoirs), les titres recensés sont tous les titres étrangers en euros ou en devises, (actions, titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, obligations, titres du marché monétaire) 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 instruments du marché monétaire (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 instruments du marché monétaire) détenus hors de France par les non-résidents, à l'exception des obligations émises sur le marché international. Pour cette catégorie d'instrument, l'encours détenu par les non-résidents est inclus dans les engagements des résidents, quel que soit le lieu de conservation (France ou étranger) du titre.

Les portefeuilles sont évalués en valeur de marché, à la date d'arrêté du recensement (cours de bourse pour les titres cotés ou cours retenus par les banques pour l'évaluation annuelle du portefeuille de leur clientèle pour les titres non cotés).

Les encours de produits dérivés comprennent des données sur les options — instruments conditionnels achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs, les *swaps*, FRAs, *forwards* du secteur bancaire. Ils sont valorisés en valeur de marché.

Les autres investissements comprennent les crédits commerciaux et les avances à la commande, la position dépôts-crédits des entreprises, des OPCVM non monétaires et des entreprises d'investissement, les créances des ménages vis-à-vis de l'étranger, la position dépôts-crédits des IFM résidentes, les investissements des autorités monétaires et des administrations publiques non recensés ailleurs. Les encours sont évalués en valeur nominale.

Les avoirs de réserve sont valorisés à chaque fin de mois sur la base des cours déterminés comme suit :

• l'or est valorisé au cours du dernier jour du mois ;

• les droits de tirage spéciaux et la position vis-à-vis du Fonds monétaire international sont évalués au dernier cours du DTS calculé par le FMI à la date d'arrêté ;

• les devises sont comptabilisées au cours constaté à la date d'arrêté.

2| Monnaie, placements et financements

Zones géographiques

Zone euro : Allemagne + Autriche + Belgique + Chypre + Espagne + Finlande + France + Grèce + Irlande + Italie + Luxembourg + Malte + Pays-Bas + Portugal + Slovaquie + Slovénie

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :
France = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion) + Saint-Pierre-et-Miquelon + Mayotte

Secteurs économiques

Institutions financières monétaires (IFM) : elles comprennent les établissements de crédit résidant dans la zone euro, tels que définis par la législation communautaire, et toutes les institutions financières résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France sont la

Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

Administrations publiques (APU) = État + administrations d'États fédérés + administrations de Sécurité sociale + collectivités locales

Secteur privé = sociétés non financières + ménages + sociétés d'assurance et fonds de pension + institutions à but non lucratif au service des ménages + autres intermédiaires financiers (OPCVM monétaires, entreprises d'investissement, fonds communs de créances, etc.)

Agents non financiers (ANF) = administrations publiques + secteur privé – autres intermédiaires financiers

Cette catégorie englobe exclusivement les agents dont les décisions en matière de placement ou d'endettement ne résultent pas d'un comportement d'intermédiaire financier.

Instruments financiers

Les dépôts à terme comprennent les dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou qui ne peuvent être convertis en espèces avant ce terme que moyennant sanction.

Les dépôts avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple, en France, des livrets A et bleus, des Codevi, des comptes d'épargne logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les pensions représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés. Les titres autres que des actions ou titres de créance sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend, notamment, les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Les instruments du marché monétaire correspondent à des titres émis à court terme par des IFM (durée initiale inférieure ou égale à un an) et négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt et les bons des institutions et sociétés financières (BISF).

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 ».

3| Autres statistiques

Systèmes de paiement

CCBM : *Correspondent Central Banking Model*

Euro 1 (ABE) : Système de paiement de montant élevé à règlement net de l'Association bancaire pour l'euro

GSIT : Groupement pour un Système interbancaire de télécompensation (GIE en charge de la gestion du SIT, ancien système de paiements de détail français, en fonction de 1992 au 25 octobre 2008)

PNS : *Paris Net Settlement* (système français de paiement de montant élevé en fonction entre 1999 et le 16 février 2008)

POPS : *Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä* (système finlandais de paiement)

RTGS : *Real-Time Gross Settlement System* (système de paiement de montant élevé à règlement brut et en temps réel)

STEP1 : Système de paiement de détail européen de l'Association bancaire pour l'euro

CORE : *Compensation Retail* (système de paiement de détail géré par la société STET — Systèmes technologiques d'échange et de traitement)

TARGET : *Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System* (système européen de paiement de gros montant à règlement brut en temps réel en fonction entre le 1er janvier 1999 et le 19 mai 2008)

TARGET 2 : Système TARGET de paiement de deuxième génération, utilisé depuis le 19 novembre 2007

TBF : Transferts Banque de France (système français de paiement de montant élevé à règlement brut en fonction entre le 1er janvier 1999 et le 18 février 2008)

Séries chronologiques

Taux

http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/taux/taux.htm

- Les taux de change (euro contre devises)
- Les taux directeurs
- Les taux d'intérêt
- Les taux de l'usure

Monnaie

http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/monnaie/monnaie.htm

- 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/fr/statistiques/titres/titres.htm

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

Activité bancaire et financière

http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/activite/activite.htm

- Les institutions financières
- L'activité bancaire internationale

Économie et conjoncture

http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/economie/economie.htm

- Balance des paiements
- Enquêtes de conjoncture
- Entreprises

Base de données

http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/base/base.htm

- Taux d'intérêt et taux de change
- Statistiques monétaires
- Dépôts et crédits en région : centralisations financières territoriales
- Émission 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
- Banque de France : situations hebdomadaires (historique 1898-1974)

Divers

Abréviations

Organismes et institutions

BCE	Banque centrale européenne
BCEAO	Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest
BCN	Banque centrale nationale
BEA	*Bureau of Economic Analysis*
BEAC	Banque des États de l'Afrique centrale
BIT	Bureau international du travail
BLS	*Bureau of Labour Statistics*
BRI	Banque des règlements internationaux
CDC-CNE	Caisse des dépôts et consignations – Caisse nationale d'épargne
Dares	Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (ministère du Travail)
Euronext	Bourse paneuropéenne, née en 2000
Eurostat	Office statistique de l'Union européenne
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	*Federal Open Market Committee*
IFM	Institutions financières monétaires
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques

Indices

CAC 40	Indice français. Synthèse des cours pondérés des 40 principales actions françaises
DAX	Indice allemand très corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs négociées sur la place de Francfort
DOW JONES	Indice américain
Eonia	*Euro over night index average*
EUROSTOXX 50	Indice composé de 50 actions négociées sur les places boursières de la zone euro
FTSE (FOOTSIE)	Indice de la City
Itraxx	Indice de référence pour les contrats indiciels sur défaut
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
ISM	Indice américain de l'activité industrielle
MIDCAC	Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas
NASDAQ	Indice des valeurs technologiques américaines
NIKKEI	Indice japonais
NM	Indice composite du nouveau marché de la Bourse de Paris, qui tient compte de toutes les actions cotées sur le nouveau marché
SBF 120	Indice français, composé de 120 titres négociés sur la place de Paris
SBF 250	Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris
SP 500	Indice américain composé de 500 actions négociées surtout sur le NYSE (*New York Stock Exchange*)

Pays

AT	Autriche
AU	Australie
BE	Belgique
BG	Bulgarie
CA	Canada
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
SE	Suède
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
US	États-Unis
ZE	Zone euro

Zones économiques

CEMAC	Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale
PECO	Pays de l'Europe centrale et orientale
ZE à 16	Zone euro à seize pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Portugal, Slovaquie, Slovénie)
UE à 27	Union européenne à vingt-sept pays (ZE à 16 + Bulgarie, Danemark, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Royaume-Uni, Suède)
UEM	Union économique et monétaire
UEMOA	Union économique et monétaire ouest-africaine

Autres sigles

ANF Agents non financiers
APD Aide publique au développement
APU Administrations publiques
BMTN Bon à moyen terme négociable
BTAN Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
BTF Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
CAF/FAB Coût, assurance/frêt franco-à-bord
CDO Obligation sur dette collatéralisée
CDN Certificat de dépôt négociable
CDS *Credit default swaps*
CEL Compte épargne-logement
Cjo Données corrigées des jours ouvrés
CODEVI Compte pour le développement industriel
Cvs Données corrigées des variations saisonnières
EC Établissement de crédit
EI Entreprise d'investissement
EIT Endettement intérieur total
EMTN *Euro medium term notes*
Euribor *Euro interbank offered rate*
FAB/FAB Franco-à-bord/Franco-à-bord
FBCF Formation brute de capital fixe
FCC Fonds commun de créance
IDE Investissements directs à l'étranger
ISBLM Institution sans but lucratif au service des ménages
Isma Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité
LCR Lettre de change relevé
Libor *London interbank offered rate*
NES 16 Nomenclature économique sectorielle établie par l'INSEE
OAT Obligation assimilable du Trésor
OPCVM Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPR Opération principale de refinancement
OTC *Over-the-counter* (marché de gré à gré)
PEL Plan d'épargne-logement
PEP Plan d'épargne populaire
PFIT Période de fixation initiale des taux
PIB Produit intérieur brut
PMI Petites et moyennes industries
SNF Sociétés non financières
SQS Sociétés et quasi-sociétés
TIP Titre interbancaire de paiement
TMT Télécoms, médias, technologies
TUC Taux d'utilisation des capacités de production
WTI West Texas Intermediate

Documents publiés depuis le 1er janvier 2008

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

Rapport annuel de la Banque de France

http://www.banque-france.fr/fr/publications/rapport/rapport.htm

Études parues dans le Bulletin de la Banque de France

http://www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/listetud.htm

Année 2008

« TARGET2 et l'intégration financière européenne », n° 169, janvier
« TARGET2 : le rôle d'un système d'aide à la décision pour compléter les fonctions de règlement », n° 169, janvier
« Flexibilité du marché du travail : quels enseignements tirer des travaux de recherche menés à la Banque de France ? », n° 169, janvier
« Entre concurrence et efficience : l'impact de la directive MIF sur la liquidité des marchés actions reste difficile à anticiper », n° 169, janvier
« Évolutions récentes du crédit aux ménages en France », n° 169, janvier

« Les comptes financiers de la Nation en 2007 : sur fond de tensions sur les marchés financiers, dynamisme persistant du crédit aux agents non financiers », n° 170, février
« La situation financière des sociétés non financières en France 1995-2006 — Baisse du taux d'épargne et recours accru à l'endettement », n° 170, février
« Globalisation, inflation et politique monétaire — Synthèse du colloque international de la Banque de France », n° 170, février
« Durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière — Résultats de l'enquête 2007 », n° 170, février
« Le coût du crédit aux entreprises — enquête trimestrielle portant sur janvier », n° 170, février

« Pourquoi calculer un indicateur du climat des affaires dans les services ? », n° 171, mars
« OPTIM : un outil de prévision trimestrielle du PIB de la France », n° 171, mars
« L'apport des indicateurs de retournement cyclique à l'analyse conjoncturelle », n° 171, mars
« Couplage ou découplage ? Une analyse de la corrélation des cycles entre pays », n° 171, mars
« L'Union monétaire, l'euro et l'opinion publique », n° 171, mars
« La gouvernance des banques centrales dans les pays émergents et en développement : le cas de l'Afrique subsaharienne », n° 171, mars

« La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2007 », n° 172, avril
« Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2006 », n° 172, avril
« La gestion globale des garanties », n° 172, avril
« La croissance des crédits dans les pays d'Europe centrale et orientale est-elle excessive ? », n° 172, avril

« D'où vient la dégradation du solde commercial français hors énergie ? Une analyse par types de produits », n° 173, mai-juin
« L'essor des importations européennes de biens intermédiaires depuis des pays à bas salaires — Des modèles différents d'externalisation au 'Sud' », n° 173, mai-juin
« La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2007 », n° 173, mai-juin
« Les transferts de revenus des migrants : quel impact sur le développement économique et financier des pays d'Afrique subsaharienne ? », n° 173, mai-juin

« La préparation d'une place financière à une crise opérationnelle : l'approche française », n° 174, juillet-août
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises en 2007 », n° 174, juillet-août
« La situation des PME de l'industrie manufacturière (PMI) : un exercice 2007 satisfaisant, mais des perspectives plus incertaines en 2008 », n° 174, juillet-août
« Les crédits aux sociétés non financières en France : évolutions récentes », n° 174, juillet-août
« Les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages en 2007 », n° 174, juillet-août

Année 2009

« Les grands traits de la situation financière des entreprises fin 2007 », n° 175, 1er trimestre
« La situation des entreprises en France à fin 2008 — Quelques développements récents », n° 175, 1er trimestre
« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie manufacturière — Résultats de l'enquête 2008 », n° 175, 1er trimestre
« Évolutions de la monnaie et du crédit en France en 2008 », n° 175, 1er trimestre
« Le patrimoine économique national de 1978 à 2007 — Trente années au rythme des plus-values immobilières et boursières », n° 175, 1er trimestre
« Typologie des situations de surendettement », n° 175, 1er trimestre
« Le remboursement des billets en francs — Premier bilan, sept ans après l'introduction des billets en euro », n° 175, 1er trimestre

« La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2008 », n° 176, 2e trimestre
« Les comptes financiers de la Nation en 2008 : les taux d'endettement des agents non financiers augmentent toujours », n° 176, 2e trimestre
« La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2008 », n° 176, 2e trimestre
« Les marchés de titres de la dette publique dans les pays africains en développement : évolution récente et principaux défis », n° 176, 2e trimestre
« La formation des professionnels à l'authentification des billets de banque — Un axe essentiel de la lutte contre la contrefaçon », n° 176, 2e trimestre

« Évolutions récentes de la structure des placements des assureurs », n° 177, 3e trimestre
« La situation des PMI en 2008 : la résistance de l'activité en début d'année a limité l'impact de la récession sur les comptes », n° 177, 3e trimestre
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2008 », 3e trimestre
« Les flux d'investissements directs de la France en 2008 », n° 177, 3e trimestre
« Une nouvelle norme de construction et de diffusion des statistiques d'investissements directs », n° 177, 3e trimestre
« Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes », n° 177, 3e trimestre

« La mesure de l'activité des banques en France », n° 178, 4e trimestre
« Analyse de la portée des résultats du *Bank Lending Survey* au regard des données de crédit », n° 178, 4e trimestre
« La situation des entreprises en 2008 — Grandes entreprises, entreprises de taille intermédiaire et petites et moyennes entreprises : des profils différenciés face à la crise », n° 178, 4e trimestre
« L'impact économique des défaillances d'entreprises en 2008 et 2009 », n° 178, 4e trimestre
« La Médiation du crédit », n° 178, 4e trimestre
« Le *Contrat de service public* », n° 178, 4e trimestre
« Le droit au compte », n° 178, 4e trimestre

Travaux d'études de l'Observatoire des entreprises

http://www.banque-france.fr/fr/publications/observatoire/observatoire.htm

Année 2008

« La situation financière des sociétés non financières en France 1995-2006 — Baisse du taux d'épargne et recours accru à l'endettement », février
« La durée d'utilisation des équipements — Résultats de l'enquête 2007 », mars
« La situation des PME de l'industrie manufacturière (PMI) : un exercice 2007 satisfaisant, mais des perspectives plus incertaines en 2008 », juillet
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises en 2007 », juillet

Année 2009

« Situation financière des PME de l'industrie manufacturière — Une comparaison pour six pays européens », janvier
« La situation des entreprises en France à fin 2008 — Quelques développements récents », 1er trimestre
« Les grands traits de la situation financière des entreprises fin 2007 », 1er trimestre
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2008 », 3e trimestre
« La situation des PMI en 2008 : la résistance de l'activité en début d'année a limité l'impact de la récession sur les comptes », 3e trimestre
« L'impact économique des défaillances d'entreprises en 2008 et 2009 », 4e trimestre
« La situation des entreprises en 2008 — Grandes entreprises, entreprises de taille intermédiaire et petites et moyennes entreprises : des profils différenciés face à la crise », 4e trimestre

Études parues dans la Revue de la stabilité financière

http://www.banque-france.fr/fr/publications/rsf/rsf_b.htm

Année 2008

« Liquidité et contagion financière », n° 11, février
« Les chaises musicales : un commentaire sur la crise du crédit », n° 11, février
« Liquidité de marché et stabilité financière », n° 11, février
« Dix questions à propos de la crise des prêts *subprime* », n° 11, février
« Qu'est-il advenu de la dispersion des risques ? », n° 11, février
« La gestion du risque de liquidité », n° 11, février
« La réglementation de la liquidité et le prêteur en dernier ressort », n° 11, février
« Déficits de liquidité : fondements théoriques », n° 11, février
« La liquidité sur les marchés mondiaux », n° 11, février
« L'impact de la directive MIF sur la liquidité des marchés financiers », n° 11, février
« Liquidité de marché et liquidité bancaire : interdépendances, vulnérabilités et communication financière », n° 11, février
« Actifs liquides, contraintes de liquidité et déséquilibres mondiaux », n° 11, février
« L'innovation financière et la frontière de la liquidité », n° 11, février
« Liquidité des marchés financiers et prêteur en dernier ressort », n° 11, février
« Évolutions récentes de la liquidité intrajournalière dans les systèmes de paiement et de règlement », n° 11, février

« Les défis de la valorisation dans un environnement changeant », n° 12, octobre
« La valorisation aux prix de marché convient-elle aux institutions financières ? », n° 12, octobre
« Définir un cadre adapté au fonctionnement des marchés de capitaux modernes — Les leçons de la crise récente », n° 12, octobre
« Révision des pratiques de valorisation sur l'ensemble du cycle économique : davantage de symétrie est nécessaire », n° 12, octobre
« Valorisation et fondamentaux », n° 12, octobre
« La prise en compte des événements extrêmes pour la valorisation d'options européennes », n° 12, octobre
« Juste valeur et stabilité financière : enjeux de marché et dynamiques stratégiques », n° 12, octobre
« Comment réagir face aux bulles des prix d'actifs ? », n° 12, octobre
« Réglementation, valorisation et liquidité systémique », n° 12, octobre
« Comptabilisation en juste valeur et stabilité financière », n° 12, octobre
« Procyclicité des systèmes financiers : est-il nécessaire de modifier les règles comptables et la réglementation actuelles ? », n° 12, octobre
« Valorisation dans l'assurance et crise financière », n° 12, octobre
« Instiller de la transparence dans l'information financière : vers l'amélioration du cadre comptable après la crise du crédit », n° 12, octobre
« Améliorer la comptabilisation en juste valeur », n° 12, octobre

Année 2009

« Quelle régulation financière pour l'après-crise ? », n° 13, septembre
« Le système bancaire parallèle : implications pour la régulation financière », n° 13, septembre
« Gérer la transition vers un système financier plus sûr », n° 13, septembre
« Réforme de l'architecture financière globale : un nouveau contrat social entre la société et la finance », n° 13, septembre
« L'approche macroprudentielle appliquée à la régulation et à la surveillance financières », n° 13, septembre
« Minimiser l'impact des crises financières à venir : six points incontournables pour réformer la régulation », n° 13, septembre
« Réflexions sur l'efficacité de la régulation financière », n° 13, septembre
« Le traitement des banques en difficulté », n° 13, septembre
« *Crédit default swaps* et stabilité financière : quels risques ? Quels enjeux pour les régulateurs ?, n° 13, septembre
« L'avenir de la régulation financière », n° 13, septembre
« L'avenir de la régulation financière » : échange de vues » n° 13, septembre
« Émergence d'une ébauche de régulation financière : défis et dynamique », n° 13, septembre
« Régulation-supervision : quelles perspectives pour l'après-crise ?, n° 13, septembre
« Au-delà de la crise : la réponse stratégique du Comité de Bâle », n° 13, septembre

Documents et débats

http://www.banque-france.fr/fr/publications/doc_debat/doc_debat.htm

Année 2009

« La crise financière », n° 2, février

Année 2010

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

Focus

http://www.banque-france.fr/fr/publications/focus/focus.htm

Année 2008

« Bilan et perspectives des fonds souverains », n° 1, novembre
« Impact macroéconomique des crises bancaires », n° 2, décembre

Année 2009

« Déflation ou désinflation ? », n° 3, janvier
« Les mesures non conventionnelles de politique monétaire », n°4, avril

Questions actuelles

http://www.banque-france.fr/fr/publications/questions_actuelles/questions_actuelles.htm

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

❑ Mes coordonnées ont changé, merci de bien vouloir les rectifier ou les compléter :

Numéro d'abonnement :
Prénom : Nom :
Organisme : Fonction:
Adresse :
Code postal : Ville :
Pays :

❑ Je ne souhaite plus recevoir le *Bulletin de la Banque de France* :

Numéro d'abonnement :
Prénom : Nom :
Organisme :

« Vous recevez cette publication de la part de la Banque de France parce que vous figurez dans la liste informatique de ses contacts. Vos coordonnées ne sont pas transmises à des tiers. Si vous souhaitez modifier les informations vous concernant ou si vous ne souhaitez plus recevoir cette publication, merci de nous le préciser à tout moment dans le coupon-réponse que vous adresserez à : Banque de France 07-1397 SDPR Pôle Support aux Relations Externes 75049 Paris Cedex 01 ou par courriel à 1044-POLE-COMEX-UT@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
Frédéric Peyret

Comité éditorial
François de Coustin
Unités de la Banque de France représentées :
DEMS, DSMF, DESS, DCPM, DERIE, DERCI, DIRCOM

Rédacteur en chef
Hervé du Boisbaudry

Secrétaire de rédaction
Christine Collomb-Jost, Raymond Domurado

Maquettistes et opérateurs PAO
Nicolas Besson, Florence Derboule, Alexandrine Dimouchy, Christian Heurtaux, Aurélien Lefèvre, Isabelle Pasquier

Demandes d'abonnement
Banque de France
07-1397 Service de la Documentation
et des Relations avec le public
75049 Paris Cedex 01

Impression
SIMA IVRY 25-1168

Dépôt légal
Mars 2010

Internet
www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/bulletin.htm