

## Perspectives 2009-2010 CROISSANCE & ÉPARGNE-CRÉDIT

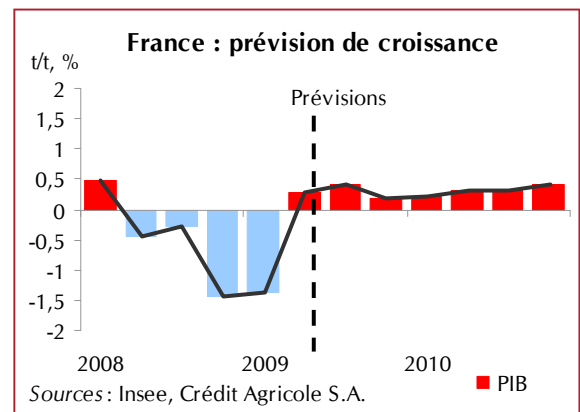
### France : la fin de la grande récession se précise

La croissance française a rebondi au deuxième trimestre 2009 (+0,3 % t/t). L'activité continuera à se redresser au second semestre 2009, grâce au soutien de facteurs techniques. En moyenne, le PIB reculerait de 2,3 % en 2009. En 2010, la reprise sera molle (+1,1 %).

Contre toute attente, la croissance française a rebondi au deuxième trimestre (+0,3 % t/t). Ce rebond tient essentiellement à l'amélioration du solde du commerce extérieur (+0,9 point). Les exportations se sont redressées (+1 % t/t) et les importations ont continué de reculer (-2,3 % t/t). La consommation des ménages a légèrement accéléré (+0,3 % t/t) et le rythme de baisse de l'investissement s'est ralenti (-1 %). En revanche, les variations de stocks ont amputé la croissance du trimestre de 0,6 point.

**L'activité devrait continuer à croître au second semestre 2009 (+0,3 % t/t en moyenne).** La confiance des agents s'est nettement améliorée depuis l'été. Surtout, les enquêtes de conjoncture suggèrent que les industriels reconstituent progressivement leurs stocks et que leurs carnets de commandes se regarnissent. On observe des tendances similaires chez nos principaux partenaires commerciaux. Par ailleurs, les mesures du plan de relance, qui ont soutenu la demande interne au deuxième trimestre (prime à la casse, soutien à la trésorerie des entreprises) vont continuer à jouer au second semestre. **Au vu de ces informations, on peut donc penser que la récession technique est terminée.**

**Cependant, la dynamique d'activité attendue en début d'année 2010 est entourée d'une grande incertitude. Au stade actuel, le risque d'une rechute de l'activité (« double-dip ») ne peut être écarté.** En effet, la croissance en fin d'année 2009 sera soutenue essentiellement par des facteurs techniques et temporaires. De plus, une bonne partie des mesures du plan de relance devrait cesser à la fin de cette année (soutien à la trésorerie des entreprises notamment). Même si d'autres seront mises en œuvre (investissements publics) ou reconduites en 2010 (prime à la casse), cela ne devrait pas être suffisant pour dynamiser de façon durable la demande interne. Le risque d'une rechute de l'activité est d'autant plus élevé que la demande extérieure pourrait égale-



#### 1 - 5 Contexte macroéconomique

La fin de la grande récession se précise  
La demande de crédit au secteur privé en France

#### 6 - 10 Comportements financiers

Crédits aux ménages  
Placements des ménages  
Financement des entreprises  
Tableau : Endettement et Placements

Suite page 2

## CONTEXTE MACROECONOMIQUE

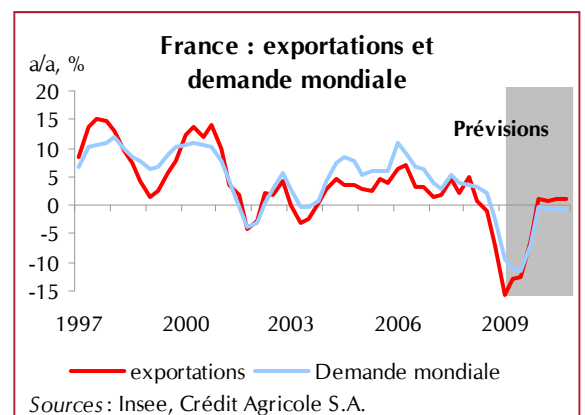
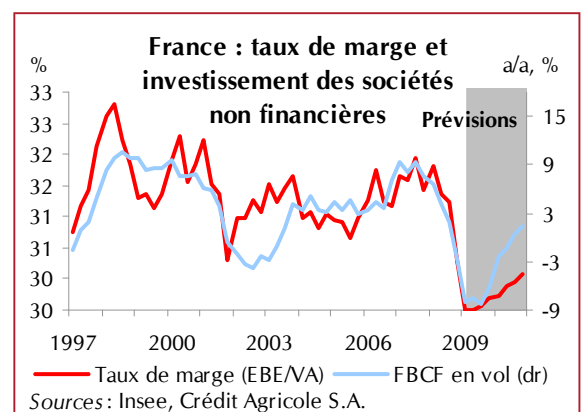
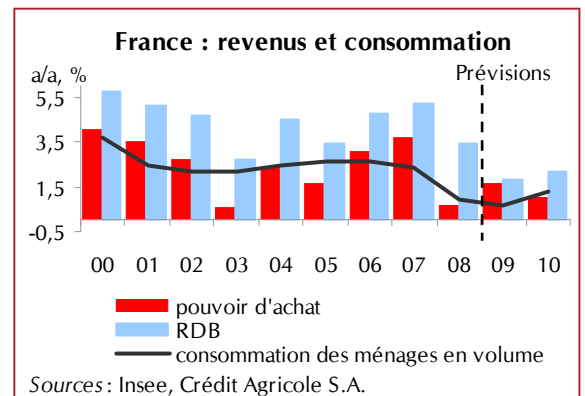
ment se replier à nouveau, une partie des mesures des plans de relance chez nos partenaires commerciaux, en particulier européens, arrivant également à échéance fin 2009.

**En scénario central, nous prévoyons donc une demande domestique en croissance faible.** La consommation des ménages devrait continuer à progresser sur les mêmes rythmes qu'en début d'année 2009. Le pouvoir d'achat des ménages continuera à bénéficier du soutien des prestations sociales et des différentes mesures du plan de relance (prime à la casse, soutien aux bas revenus). En revanche, l'effet désinflationniste ne jouerait plus à partir de la fin 2009. Le taux d'inflation devrait se redresser à 1,2 % en moyenne en 2010 (après +0,2 % en 2009). En outre, les revenus d'activité devraient continuer à ralentir du fait de la poursuite de la dégradation du marché du travail. Le revenu disponible brut des ménages ralentirait ainsi à 1,8 % en 2009 (après +3,4 % en 2008) et remonterait légèrement en 2010 (+2,2 %). En revanche, **le pouvoir d'achat du revenu disponible brut accélérerait en moyenne en 2009 (+1,7 %, après +0,6 % en 2008), mais ralentirait en 2010 (+1 %)**. Dans ce contexte de remontée du chômage (taux de chômage à 10 % fin 2010), le taux d'épargne restera élevé (16,9 % en 2009 et en 2010).

**La baisse de l'investissement des entreprises a tout lieu de se poursuivre d'ici la fin de l'année 2009, même si son intensité devrait se réduire (-6,5 % en moyenne).** Les taux d'utilisation des capacités de production se maintiennent à un très bas niveau et les perspectives de demande restent faibles. Une stabilisation est attendue courant 2010. D'une part, la reprise des gains de productivité, résultant du décalage entre l'activité et l'emploi, devrait favoriser la reconstitution de la profitabilité des entreprises. D'autre part, les conditions de financement seront un peu plus favorables, grâce à l'amélioration de l'environnement financier global. Par ailleurs, les entreprises vont continuer à bénéficier de mesures de soutien (notamment la suppression de la taxe professionnelle). **En somme, nous tablons sur une amélioration relative de la situation financière des entreprises à l'horizon 2010.** Après avoir baissé en 2009 (30,4 %, après 31,1 % en 2008), le taux de marge des sociétés non financières remonterait légèrement en 2010 (30,9 %). Dans ces conditions, **l'investissement des entreprises se stabiliserait en 2010 (-0,6 %)**.

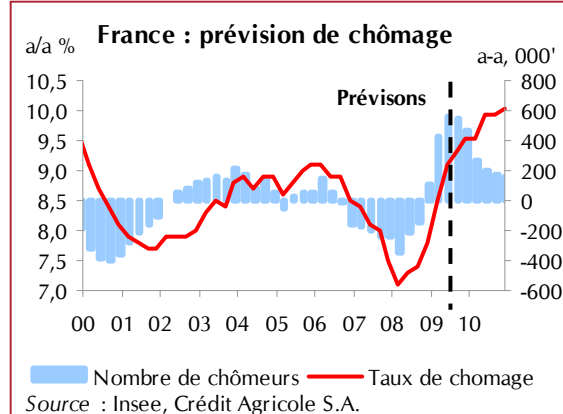
**Malgré un début de reprise des ventes dans le neuf (plus précisément des « réservations »), l'investissement résidentiel devrait continuer à se replier au second semestre 2009 (-6,5 % en moyenne en 2009).** Il se stabiliserait progressivement en 2010 (-0,6 %).

**Les exportations vont continuer à progresser en deuxième partie d'année 2009, grâce à la reprise industrielle.** La demande mondiale adressée à la France devrait continuer à croître en 2010, l'activité chez nos principaux partenaires commerciaux étant mieux orientée. Cependant, les importations se redresseront, de sorte que la contribution du commerce extérieur sera nulle en 2010.



## CONTEXTE MACROECONOMIQUE

**Les ajustements à venir sur le marché du travail demeurent la principale source d'incertitude entourant notre scénario central.** Certes, nous pensons que l'essentiel de l'ajustement de l'emploi a déjà eu lieu au deuxième semestre 2008 et au premier semestre 2009 (-421 600 emplois dans le secteur principalement marchand), les entreprises françaises ayant été particulièrement réactives au cours du cycle actuel. Néanmoins, les rythmes de croissance attendus au cours des prochains trimestres ne seront pas suffisants pour stimuler l'emploi. La hausse du taux de chômage en résultant ainsi que les conséquences sur la demande intérieure constituent donc un important risque pour la consolidation de la reprise anticipée en 2010 (+1,1 % en moyenne). ■



France	2009				2010			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>PIB</b>	-1,4	0,3	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
<i>consommation privée</i>	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
<i>investissement</i>	-2,7	-0,8	-0,9	-0,6	0,1	0,2	0,3	0,3
<i>variation des stocks (c)</i>	-0,7	-0,6	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
<i>exportations nettes (c)</i>	-0,2	0,8	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0
<b>Taux d'épargne</b>	16,0	16,7	16,7	16,8	16,8	16,7	16,5	16,5
<b>Taux de chômage</b>	8,5	9,1	9,3	9,5	9,5	9,9	9,9	10,0

(c) : contribution à la croissance du PIB (en %)

Prévisions France (variation annuelle en %)	2008	2009*	2010*
PIB	0,3	-2,3	1,1
Consommation privée	0,9	0,7	1,3
Investissement des entreprises	2,6	-7,2	-0,6
Investissement des ménages	-1,4	-7,3	-2,2
<b>Compte des ménages</b>			
Revenu disponible brut	3,4	1,8	2,2
Taux d'épargne des ménages	15,3	16,6	16,6
Taux d'épargne financière	4,6	7,0	7,3
<b>Compte des entreprises</b>			
Excédent brut d'exploitation	1,3	-3,9	2,9
Taux de marge (EBE/VA)	31,1	30,4	30,9
Taux d'autofinancement (RDB/Inv.)	60,7	74,3	77,9

\* Prévisions Crédit Agricole S.A.

## LA DEMANDE DE CRÉDIT AU SECTEUR PRIVÉ EN FRANCE

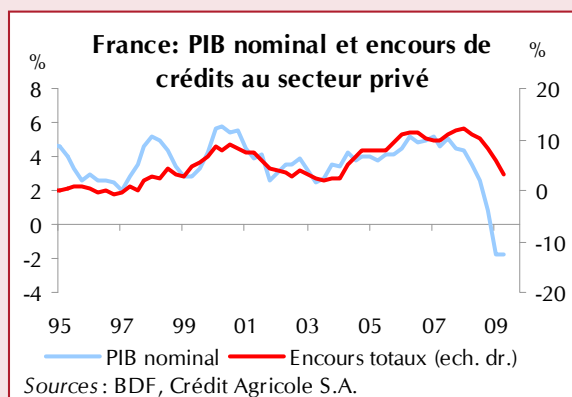
Depuis le début de la crise financière, le crédit en France a affiché une dynamique qui semble relativement déconnectée de l'évolution de l'activité économique, et donc de la demande. L'économie française est en effet entrée en récession profonde à partir du troisième trimestre 2008 jusqu'au début 2009, ce qui suggère que la demande de crédit a dû logiquement s'effondrer. En revanche, même si les crédits au secteur privé ont nettement ralenti depuis le début 2009, dans l'ensemble, les encours restent encore en légère croissance sur un an. Dans cet encadré, nous procédons à une estimation économétrique de la demande de crédit des agents privés en France afin d'évaluer l'évolution du crédit compatible avec les dynamiques du cycle d'activité.

### CHUTE DE L'ACTIVITÉ ... ET DE LA DEMANDE DE CRÉDIT ?

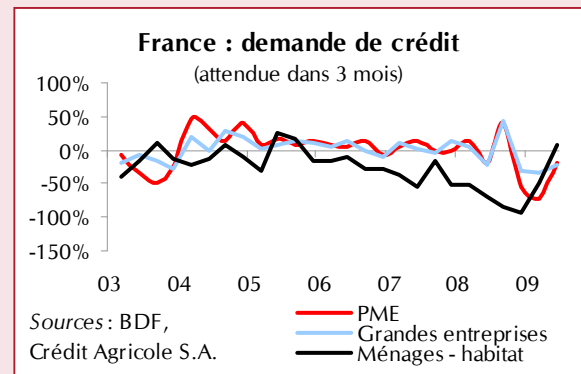
Les encours de crédit au secteur privé en France n'ont commencé à ralentir nettement qu'à partir du début 2009. Ceci tient surtout aux évolutions du crédit entreprises. L'encours de crédits entreprises a progressé de 0,3 % sur un an en août 2009, contre +13 % un an plus tôt. La production (cumul douze mois) affiche une baisse très marquée en août, à 242 milliards en août, soit une chute de 21 % sur un an.

En revanche, les crédits ménages avaient commencé à freiner clairement dès le début 2008, mais le mouvement est plus graduel. L'encours a progressé de 3,8 % en août, (contre +8,6 % un an plus tôt). La production de crédits ménages (flux de crédits nouveaux) est en net recul, à 132 Mds € (cumul douze mois), soit une baisse de 27 % sur un an.

La baisse du crédit apparaît relativement modérée par rapport à celle de l'activité, et donc de la demande théorique de crédit. Le PIB a en effet baissé sur quatre trimestres consécutifs depuis le deuxième trimestre 2008. Si on se fie à la simple analyse des graphiques, les évolutions du crédit ont été historiquement reliées à celle du PIB (cf. graphique). En particulier, l'investissement est en chute libre, ce qui aurait dû se traduire normalement par une baisse plus marquée des crédits entreprises. De même, l'investissement des ménages affiche également un recul significatif depuis le deuxième trimestre 2008. Ces évolutions auraient également dû entraîner une baisse marquée de la demande de crédit aux ménages depuis 2008.



Les enquêtes de la Banque de France sur la distribution du crédit montrent que les banques commerciales ont eu tendance à sous-estimer la baisse de la demande de crédit (entreprises et ménages) depuis le début de la crise financière. La dernière enquête datant du mois de juillet indique que les banques commerciales prévoient une remontée graduelle de la demande crédits entreprises et ménages (cf. graphique).



### ESTIMATION DE LA DEMANDE DE CRÉDIT EN FRANCE

Au vu de ces éléments, nous avons procédé à l'estimation économétrique de la demande de crédit en France. En particulier, nous avons estimé trois équations retenant chacune comme variables explicatives les déterminants de la demande de crédits à l'ensemble du secteur privé, aux entreprises et aux ménages :

- La demande de crédits au secteur privé (CRDTOT) : les variables retenues sont le PIB, les taux longs (OAT dix ans) et les taux courts (Euribor trois mois) ;
- La demande de crédits entreprises (CRDSNF) : les variables explicatives sont l'investissement des entreprises non financières (INVSNF), les taux longs, les taux courts, les profits des entreprises non financières (PROFSNF) ;
- La demande de crédit habitat (CRDHABIT) : les variables explicatives sont l'investissement résidentiel (INVRES), la consommation des ménages (CONS), les taux longs et les taux courts.

Les résultats des estimations montrent que les variables explicatives retenues sont bien significatives au seuil usuel et ont le signe attendu. Les taux d'intérêt à court terme et à long terme ne ressortent toutefois que lorsque nous les intégrons dans les équations en différentiels (SPREAD).

Tableau : résultats des estimations (T2 1993 – T1 2009)\*

#### Crédits au secteur privé

$$\text{CRDTOT} = -2,646 + 1,290 \text{ PIB} - 0,038 \text{ SPREAD}$$

(-2,367)\*\* (14,841)\*\* (-3,494)\*\*

$$R^2 = 0,94$$

#### Crédits entreprises

$$\text{CRDSNF} = 5,260 + 1,367 \text{ INVSNF} - 0,021 \text{ SPREAD} - 0,631 \text{ PROFSNF}$$

(10,466)\*\* (8,952)\*\* (-2,613)\*\* (-4,653)\*\*

$$R^2 = 0,91$$

#### Crédit habitat

$$\text{CRDHABIT} = -0,861 + 0,556 \text{ CONS} - 0,010 \text{ SPREAD} + 0,738 \text{ INVRES}$$

(-0,486) (2,042)\*\* (-1,067) (-4,452)\*\*

$$R^2 = 0,98$$

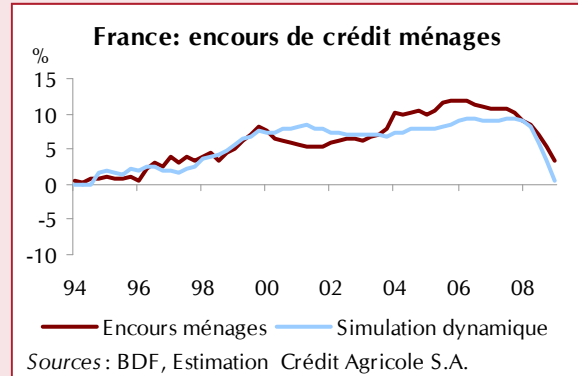
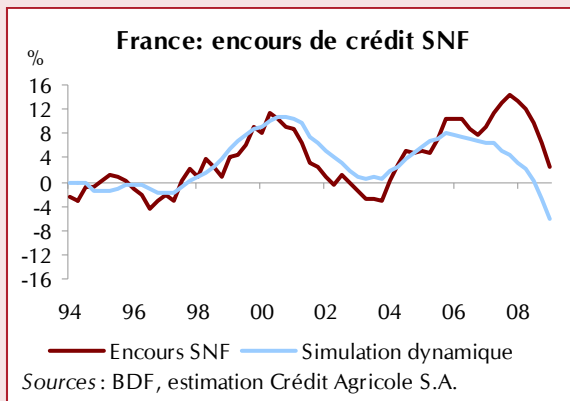
Notes :

\* Les équations de long terme ont été estimées à l'aide des MCO en corrigeant les écarts-types par la méthode de Newey-West (t-Student entre parenthèses). Les résidus des différents modèles sont stationnaires, ce qui corrobore l'existence de relations de cointégration. Les modèles ont également été estimés à l'aide d'un VECM (avec deux retards), incluant une constante dans la relation de cointégration et une tendance dans les données mais pas dans la relation de long terme. Dans l'ensemble, les coefficients de long terme étaient de même ordre de grandeur. Par ailleurs, les tests indiquent l'existence d'une seule relation de cointégration.

\*\* Significatif au seuil de 5 %.

Les équations ci-dessus indiquent qu'à long terme le crédit des agents privés réagit aux différents déterminants de la demande de la façon suivante :

- Une hausse du PIB nominal de 1 % entraîne une augmentation de l'ensemble du crédit au secteur privé de l'ordre de 1,3 %. Le fait que ce coefficient soit supérieur à un suggère que le PIB nominal capte les effets de variables omises jouant sur la demande de crédit (financement lié aux fusions et acquisitions et aux restructurations de dette par exemple, investissement en logements anciens, richesse). Une augmentation du *spread* de 100 points de base entre les taux longs et les taux courts réduit le crédit de 4 %.
- Le crédit aux entreprises dépend positivement de l'investissement productif. Ici aussi, le coefficient est supérieur à un, ce qui peut s'expliquer par le fait que l'investissement capte sans doute aussi l'impact d'autres postes de dépenses très importants tels que les stocks, les consommations intermédiaires, etc. Comme attendu, il réagit négativement à une augmentation du *spread* de taux et des profits. Ce dernier facteur traduit le fait que les entreprises ont recours au crédit lorsque leurs profits baissent.
- Le crédit habitat a une relation positive avec la consommation des ménages et l'investissement résidentiel. Le *spread* de taux ressort avec le signe attendu, mais n'est pas significatif au seuil usuel.



Les graphiques ci-dessus montrent les simulations dynamiques des demandes de crédit au secteur privé. Sur longue période, les différents modèles captent bien les évolutions des encours de crédit des entreprises et des ménages. Toutefois, depuis la mi-2007, on constate que les évolutions des encours de crédit ne peuvent être expliquées uniquement par les déterminants traditionnels de la demande. La chute des encours de crédit suggérée par les modèles est nettement plus marquée, en particulier pour les entreprises (-4 % en glissement annuel, contre une progression observée de 3 % au T1 2009). En d'autres termes, le freinage du crédit observé depuis le début de l'année devrait être plus fort, si on se fie aux évolutions des déterminants usuels de la demande de crédit des entreprises. Pour les ménages, le ralentissement des encours de crédit semble globalement en ligne avec ce que suggèrent les évolutions de la demande.

Cette relative résistance des crédits, au moins jusqu'à la fin 2008, peut s'expliquer par les facteurs suivants : des difficultés de refinancement sur les marchés pour les grandes entreprises (hausse des *spreads*, chute des bourses) ; une forte baisse des profits et du taux d'autofinancement. En outre, les différentes mesures de soutien public ont pu également jouer. Il convient toutefois de préciser que ces résultats tiennent sans doute aussi au fait que les estimations portent sur des encours plutôt que sur la production, et donc peuvent être affectés par les mouvements des flux de remboursement.

## ■ HAUSSE DE L'ENCOURS DE 3 % ENVIRON FIN 2010

L'encours des crédits aux ménages est en freinage constant depuis début 2008. En août 2009, sa progression annuelle a été ramenée à 3,8 %, contre 7,2 % fin 2008 et 10,7 % fin 2007. Ceci résulte de la décélération continue des encours de crédit habitat et du décrochement depuis le début de l'année des encours de crédit consommation. La croissance annuelle des encours de crédits aux ménages serait ramenée à 2,5 % fin 2009 et atteindrait 3 % en 2010.

La décélération de l'encours de crédit habitat s'est poursuivie sur les derniers mois : +3,9 % en août 2009 (sur un an), contre +8,7 % fin 2008. La hausse serait limitée à 3,1 % fin 2009. En effet, la production de crédits habitat, en recul de 26 % en 2008, baisserait à nouveau fortement en 2009 de 30 %.

On constate toutefois des signes de stabilisation. La production trimestrielle de crédits habitat, après un creux historique au T1 2009, s'est légèrement redressée au T2. Une reprise des ventes est à l'œuvre depuis le début de l'année dans le neuf (filière promoteurs), du fait notamment du dispositif Scellier pour l'investissement locatif, très attractif fiscalement. Dans l'ancien, on n'est plus dans la phase de quasi-blocage du marché fin 2008-début 2009 lorsque la crise a atteint son paroxysme.

La chute de la production de crédit habitat (t/t) semble donc enrayée. Sur les prochains mois, un vrai rebond semble toutefois peu probable. La production devrait se stabiliser à un bas niveau.

La plupart des facteurs négatifs à l'œuvre dans le logement ancien continuent en effet à jouer : la remontée rapide du chômage, qui devrait atteindre 9,5 % fin 2009 et 10 % fin 2010 ; un attentisme persistant sur le marché des « secondo-accédants » (propriétaires désireux de changer de logement mais craignant de ne pouvoir vendre leur bien actuel) et donc des crédits relais ; une solvabilité des acheteurs encore clairement dégradée, malgré le début de baisse des prix et de repli des taux de crédit habitat ; des anticipations de nouvelles baisses de prix qui poussent certains acquéreurs à attendre pour acheter.

Les ventes dans l'ancien devraient donc se stabiliser à un bas niveau au second semestre et les prix continuer à baisser modérément.

Sur l'année entière, les ventes seraient en recul de 23 % dans l'ancien par rapport à 2008 et en hausse de 10 % dans le neuf. Les prix de l'ancien comme du neuf reculeraient de 7 % sur un an fin 2009. D'où un repli de 30 % environ de la production de crédit habitat.

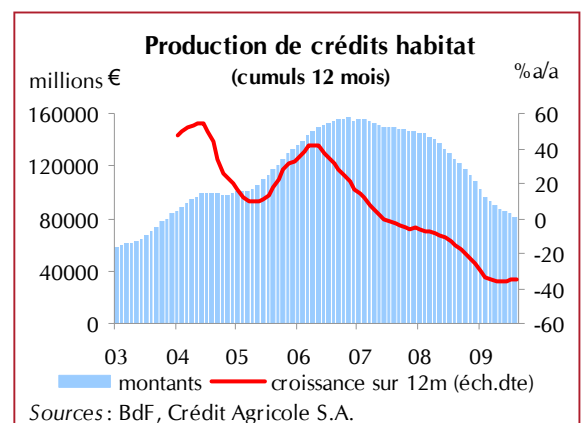
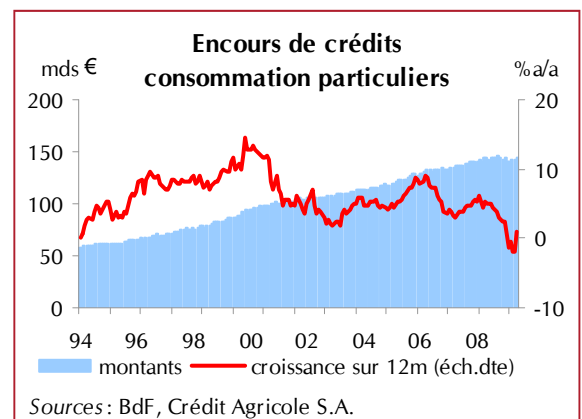
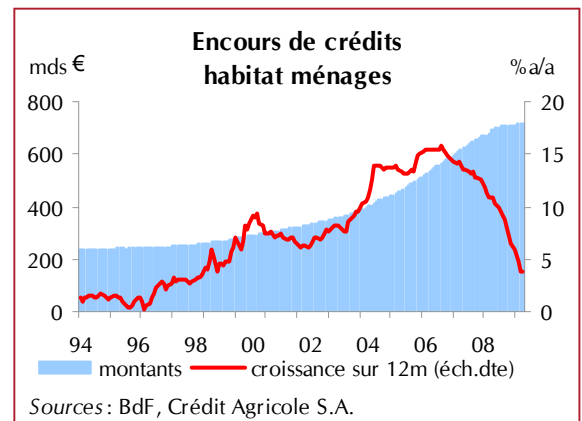
**En 2010, la production de prêts habitat se redresserait de 5 % en moyenne annuelle.** La confiance des ménages se redresserait peu à peu et, après deux ans de baisse, les prix retrouveraient des niveaux plus conformes aux « fondamentaux ». Les ventes dans l'ancien pourraient s'accroître modérément, de 5 à 10 %, par rapport à 2008, et les prix baisser très légèrement. Dans le neuf, les ventes se redresseraient de 10 % et les prix seraient en hausse quasi-nulle.

**Tout ceci conduirait à une légère accélération de l'encours de crédit habitat, à 3,5 % sur un an fin 2010.**

**L'encours de crédit de trésorerie est depuis avril 2009 en baisse sur un an. Il se replie de 2 % sur un an en juillet. La baisse serait de 2 % fin 2009, correspondant à un repli de 11 % sur un an de la production de crédits.** La détérioration (en valeur) des revenus des ménages et la forte remontée du chômage conduisent à un net freinage de la consommation et à une réduction des achats de biens durables. Les immatriculations d'automobiles, malgré l'effet stimulant de la prime à la casse, connaîtraient une quasi-stagnation en volume. Les dépenses en autres biens durables baisseraient plus nettement.

En 2010, les revenus des ménages resteront en hausse modérée et le taux de chômage continuera à monter. Le taux d'épargne resterait stable à un haut niveau. La consommation se redresserait légèrement, y compris en matière de biens durables. D'où un léger rebond attendu de la production de crédits de trésorerie. L'encours de crédit de trésorerie serait ainsi en hausse quasi-nulle sur un an fin 2010. ■

## CREDITS AUX MENAGES



## PLACEMENTS DES MENAGES

### ■ SENSIBLE DÉCRUE DES PLACEMENTS LIQUIDES, AU PROFIT NOTAMMENT DE L'ASSURANCE-VIE

Le flux total de placements financiers des ménages, qui s'était contracté à seulement 92 milliards en 2008 (après 136 en 2007), se redresse légèrement en 2009, à 100 milliards. Il continuera à progresser modérément en 2010, à 106 milliards.

On aurait pu s'attendre *a priori* à une hausse plus marquée des placements. La forte détérioration de la conjoncture et la remontée du chômage rendent les ménages prudents et attentistes et confortent les comportements d'épargne de précaution. Le taux d'épargne va effectivement remonter en 2009, à 16,6 %, contre 15,3 % en 2008, et se maintenir à ce niveau élevé en 2010.

Mais l'épargne des ménages ne se limite pas aux placements financiers. Elle est égale aux flux de placements financiers et aux investissements immobiliers diminués des flux de crédits (trésorerie, habitat neuf et ancien). La correction du marché immobilier et la baisse des flux de crédit à la consommation se traduisent par un net repli des flux de crédit, et donc par une baisse des flux de placements.

**En 2008, les ménages ont accru fortement leurs placements liquides, et parallèlement nettement réduit leurs placements en assurance-vie. De plus, les titres de marché ont connu une décollecte marquée.**

Les placements liquides ont atteint 69 milliards, niveau record, supérieur aux placements en assurance-vie (66 milliards). Cet arbitrage s'explique par la chute marquée des marchés actions (-43 % sur le CAC40 au cours de l'année), la forte détérioration de la conjoncture et le niveau très attractif des taux courts et du taux du livret A : taux Euribor trois mois à 4,60 % en moyenne sur l'année et taux du livret A fixé à 3,50 % en janvier et 4 % en juillet.

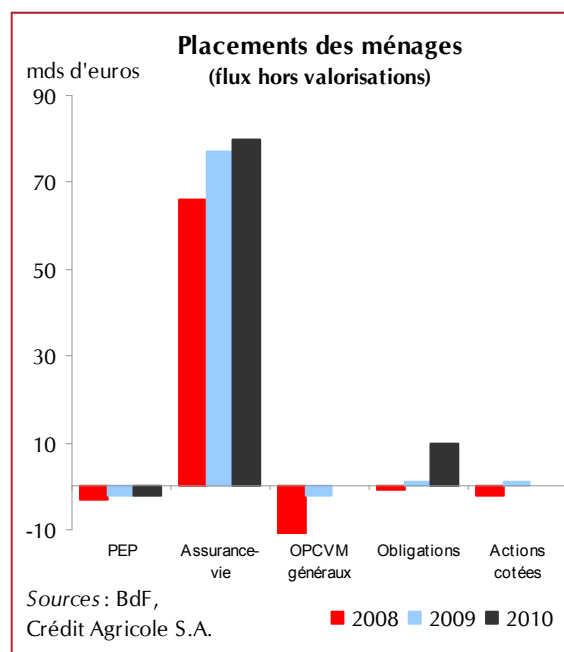
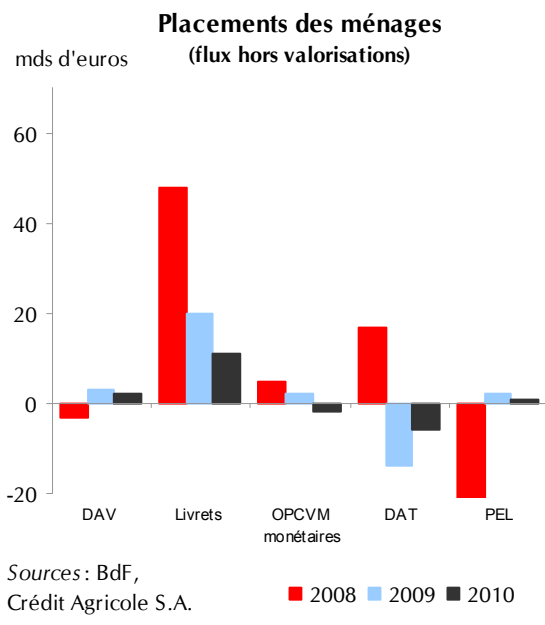
Les flux sur **livrets A** ont ainsi atteint 19 milliards en 2008 et les **livrets bancaires (soumis à l'impôt)** 17 milliards. Les **dépôts à terme** ont également été privilégiés, avec une collecte nette de 17 milliards sur l'année, mais ont subi en fin d'année la concurrence des livrets bancaires. Les **OPCVM monétaires** ont drainé un flux de 5 milliards.

Les flux sur **contrats assurance-vie ont connu un recul sensible par rapport à 2007, 66 milliards, après 90 milliards.** Le repli est resté limité sur les supports euros, mais les flux sur supports unités de compte ont subi une forte décollecte, notamment au dernier trimestre, liée au net recul des marchés boursiers.

L'effondrement des **plans d'épargne logement** s'est poursuivi avec une décollecte de 22 milliards, liée à une rémunération peu attractive (2,5 %) et à la fiscalisation des revenus des PEL de plus de douze ans.

La décollecte sur les titres de marché (hors actions non cotées) s'est accentuée, du fait des comportements d'aversion au risque et du plongeon des marchés boursiers. Sur les OPCVM de long terme, elle a atteint -12 milliards. Sur les fonds d'investissement divers, elle a été de -10 milliards, du fait notamment de la mesure permettant un déblocage partiel de la participation.

**En 2009, les ménages opèrent un rééquilibrage assez marqué au sein de leurs placements. L'environnement économique reste pourtant très dégradé, au moins au premier semestre, le PIB devrait baisser d'au moins 2 % en moyenne et le taux de chômage remonte rapidement. Mais deux éléments modifient clairement les arbitrages des épargnants : d'une part, la baisse sensible des taux courts et du taux du livret A ; d'autre part, le redressement graduel des marchés financiers. D'où un sensible repli des flux de placements liquides, une remontée de l'assurance-vie et un arrêt de la décollecte sur les titres de marché.**



## PLACEMENTS DES MENAGES

Les flux sur **placements liquides** marquent un retrait très marqué par rapport à 2008, à 12 milliards environ. Les rémunérations deviennent en effet très peu attractives, avec des taux trois mois en net recul, 1,30 % prévu en moyenne annuelle, contre 4,60 % en 2008. Le taux du livret A a été abaissé à 2,50 % en janvier puis 1,75 % en avril et 1,25 % en juillet (**cf encadré**).

Ceci a conduit à des mouvements très contrastés sur le **livret A** au premier semestre. Un flux record a été collecté de janvier à avril, 24 milliards, du fait de la banalisation de sa distribution et de transferts en provenance notamment des dépôts à terme (en décollecte de 13 milliards sur cette période). Entre avril et juillet en revanche, le livret A subit une décollecte de 2,3 milliards. Ce mouvement va se poursuivre au second semestre, compte tenu d'une rémunération très faible (1,25 % prévu au second semestre). Sur l'année, les flux sur livrets A atteindraient 18 milliards.

Les flux sur **dépôts à terme, OPCVM monétaires et livrets bancaires soumis à l'impôt** diminuent nettement par rapport à 2008, du fait d'une rémunération devenue très peu attractive et des transferts opérés au profit du livret A ou de l'assurance-vie. Le flux serait quasi-nul pour les livrets soumis à l'impôt et fortement négatif pour les dépôts à terme (-14 milliards).

En sens inverse, les flux **assurance-vie** se redressent par rapport à 2008, à 77 milliards. La rémunération des supports euros, de l'ordre de 4 %, redevient beaucoup plus attrayante que celle des placements liquides. Rappelons par ailleurs que ces placements sont depuis longtemps le support préféré des Français : ils sont sans risque, offrent une fiscalité avantageuse, une possibilité de sortie en capital et jouent de fait le rôle d'épargne retraite. En revanche, l'effet « transferts en provenance des PEL » jouera beaucoup moins, avec une décollecte sur les PEL (hors intérêts) beaucoup moins marquée qu'au cours des trois années précédentes. Par ailleurs, les flux sur supports UC devraient se redresser légèrement, compte tenu de l'amélioration en cours des marchés financiers.

Pour cette même raison, les **titres de marché (hors actions non cotées)** seront moins pénalisés, avec un flux net légèrement positif sur les actions cotées et les fonds d'investissement divers et une décollecte très limitée sur les OPCVM longs.

**En 2010, le rééquilibrage amorcé en 2009 au profit de l'assurance-vie et des titres de marché devrait être conforté, avec une conjoncture en relative amélioration, un redressement graduel des marchés financiers, des taux à court terme toujours très bas et l'impact du grand emprunt d'État.**

Le retour vers les titres de marché devrait toutefois rester prudent et graduel. Les flux nets seraient positifs sur les actions cotées et les OPCVM de long terme, mais les montants collectés resteraient faibles. L'arbitrage en faveur des titres serait surtout favorisé par l'émission prévue d'un grand emprunt d'État (on suppose une collecte de 10 milliards, mais le montant global de l'emprunt et ses modalités ne sont pas encore connus).

Les placements liquides seront encore plus faibles qu'en 2009, du fait du bas niveau attendu des taux courts : 1,20 % en moyenne sur l'Euribor trois mois, 1,25 % prévu début 2010 pour le taux du livret A, 1,50 % à partir d'avril. Les flux sur placements liquides totaliseraient ainsi un montant assez limité, de l'ordre de 6 milliards.

La collecte sur les PEL resterait proche de zéro. Les flux assurance-vie consolideraient leur première place et progresseraient par rapport à 2009, notamment sur les supports unité de compte, avec un flux total de 80 milliards environ. ■

### Taux du Livret A : vers une légère remontée à 1,50 % en avril 2010

Depuis janvier 2009, le livret A peut être distribué par l'ensemble des établissements financiers. La formule adoptée début 2008 fixe le taux du livret A comme la valeurs maximale entre :

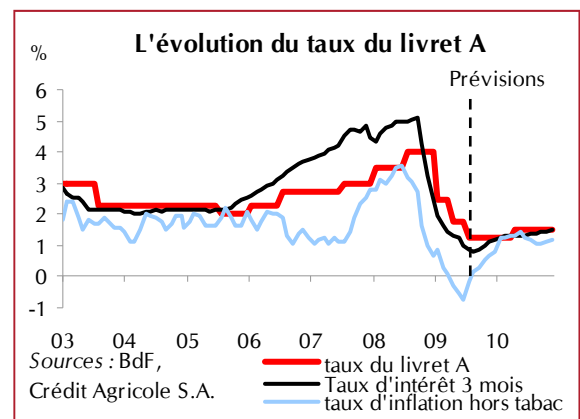
- $1/2 (1/2 (\text{taux Eonia} + \text{taux Euribor 3 mois}) + \text{taux d'inflation sur 12 mois})$
- $\text{taux d'inflation sur 12 mois} + 0,25$

Le calcul est opéré le 15 janvier et le 15 juillet (avec application au 1<sup>er</sup> février et au 1<sup>er</sup> août) en prenant en compte les valeurs de décembre et de juin pour les taux Eonia et Euribor et le taux d'inflation.

A partir du début 2009, les taux courts ont connu une baisse très marquée et le taux d'inflation est devenu négatif depuis mai dernier. La stricte application de la formule aurait ainsi conduit à un taux du Livret A de seulement 0,25 % en juillet dernier. Afin de permettre des variations moins violentes de ce taux, deux aménagements ont été apportés en janvier 2009 : le calcul pourra être effectué tous les trois mois ; à chaque réajustement, la variation du taux sera limitée à 150 pnb maximum. De plus, la formule réaménagée n'a pas été strictement appliquée en avril et en juillet.

**Le taux a été fixé à 2,50 % en janvier. Il a été abaissé à 1,75 % en avril, puis à 1,25 % en juillet.**

**En octobre 2009 et janvier 2010, le taux du livret A devrait être maintenu à 1,25 %, même si la formule conduit a priori à des niveaux plus bas. En avril 2010, la remontée des taux courts et de l'inflation permettront de revenir à une stricte application de la formule, qui conduirait à un taux de 1,50 %. Il resterait à ce niveau jusqu'à la fin de l'année.**



## FINANCEMENT DES ENTREPRISES

### ■ HAUSSE DE L'ENCOURS DE L'ORDRE DE 3 % FIN 2010

**Les crédits aux sociétés non financières ont connu une nette correction au premier semestre 2009, après avoir relativement bien résisté en 2008. Ils pourraient réaccélérer légèrement fin 2009 et en 2010.**

**En 2008, la progression des encours de crédit aux sociétés est restée soutenue, 13 % en moyenne, 9,6 % sur un an en décembre.** La production de crédits nouveaux (cumul douze mois) ne s'est repliée que modérément, -2 % par rapport à 2007, malgré l'ampleur de la crise économique et financière. Le besoin de financement des sociétés non financières s'est en effet accru à 71 milliards en 2008 (57 milliards en 2007). Les profits se sont repliés de 8 % tandis que les dépenses d'investissement et de stocks continuaient à progresser. Les sociétés ont donc maintenu un recours important au crédit bancaire, avec un flux net de 74 milliards. Par ailleurs, l'endettement de marché a progressé : décollecte nette de 4 milliards sur les obligations, mais flux net de 21 milliards sur les titres de créances négociables. Le taux d'endettement<sup>(1)</sup> des sociétés est ainsi remonté à 111,3 % au T4 2008, dépassant le pic de 110 % observé début 2002.

**Au premier semestre 2009, l'encours des crédits aux sociétés a très nettement freiné, +0,4 % sur un an en août, contre +9,6 % fin 2008, pour trois principales raisons :**

- un net repli des dépenses des sociétés : le PIB est prévu en recul de 2,1 % en volume cette année, l'investissement productif devrait connaître un violent recul, -7,2 % en volume sur l'année, et les entreprises ont opéré un déstockage massif au premier semestre ;
- une amélioration des profits, liée notamment aux gains de productivité (ajustements des effectifs) et aux mesures de soutien à la trésorerie des entreprises ;
- un redressement graduel des marchés financiers permettant une remontée des émissions de titres à moyen ou long terme des sociétés.

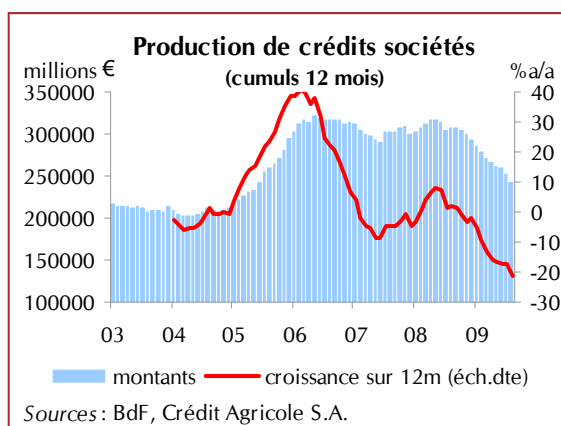
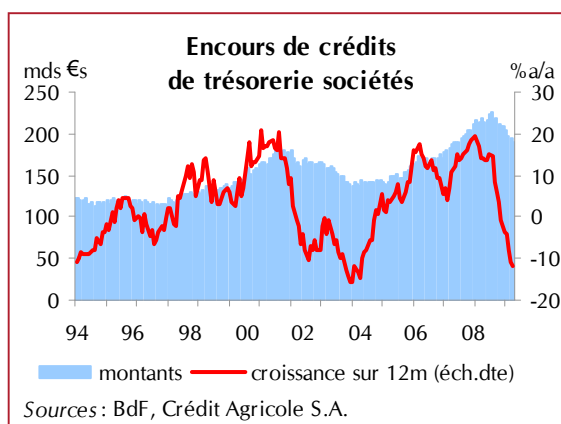
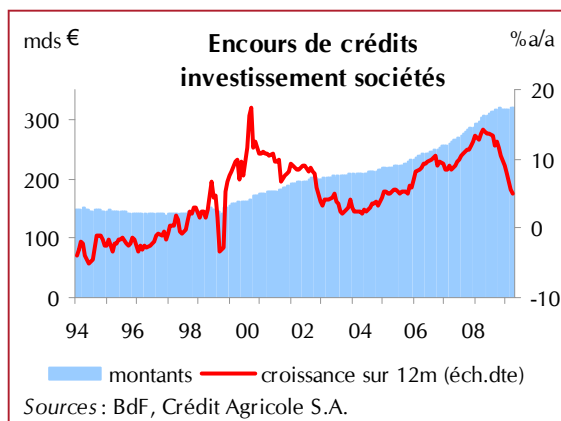
Tout ceci s'est traduit par un moindre besoin de financement et un moindre recours au crédit bancaire. La production de crédits nouveaux aux sociétés (cumul douze mois) s'est nettement infléchie, avec un recul de 21 % sur un an en août. Les encours de crédits d'investissement ont relativement bien résisté (+4,9 % sur un an en août mais ceux de crédits de trésorerie ont violemment décroché (-11,9 % sur un an en août).

L'ampleur de la récession aurait toutefois pu (au vu des cycles passés et des modèles économétriques) entraîner une correction encore plus violente des crédits. Plusieurs éléments positifs ont joué : les plans de soutien aux banques ; la mise en place d'un fonds de garantie géré par Oséo ; la détente des taux de crédit liée à la forte baisse des taux à court terme (1,30 % en moyenne en 2009 pour l'Euribor trois mois contre 4,60 % en 2008) ; le financement des opérations de restructuration de dettes.

**Fin 2009, la croissance de l'encours de crédit pourrait légèrement accélérer.** L'amorce de reconstitution des stocks par les sociétés va en effet favoriser les crédits de trésorerie. Mais les principaux facteurs négatifs pointés ci-dessus vont continuer à jouer (baisse de l'investissement, amélioration des marchés, hausse de l'autofinancement).

La production de crédits aux sociétés se replierait de 15 % en 2009. Les encours de crédit seraient en hausse de 2 % sur un an, fin 2009, avec une progression de 4 % des crédits à l'investissement et un recul de 8 % des crédits de trésorerie.

**En 2010, la conjoncture devrait s'améliorer graduellement, le PIB serait en hausse de 1,1 % et les dépenses d'investissement se stabiliseraient en volume. La production de crédits aux sociétés pourrait ainsi afficher une légère reprise, +5 %. L'encours de crédits progresserait de 3 % fin 2010 et les crédits de trésorerie renoueraient avec une croissance positive. ■**



(1) Encours de crédits bancaires, de titres de créances négociables et d'obligations rapporté à la valeur ajoutée

Crédit aux ménages	Encours (Mds euros)	Taux de croissance annuel en % (fin d'année)					
	2008	2005	2006	2007	2008	2009*	2010*
<b>Total dont</b>	<b>940</b>	<b>11,5</b>	<b>11,2</b>	<b>10,7</b>	<b>7,2</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>
- Habitat	710	15,0	14,9	12,9	8,7	3,1	3,5
- Trésorerie des particuliers	145	7,9	5,3	4,8	3,0	-2,0	0,0
Placements	Encours (Mds d'euros)			Flux (Mds d'euros)			
	2008	2009*	2010*	2007	2008	2009*	2010*
<b>Total placements</b>	<b>3081</b>	<b>3235</b>	<b>3431</b>	<b>136</b>	<b>92</b>	<b>100</b>	<b>106</b>
(hors actions non cotées et autres participations)	2679	2792	2925	130	85	89	95
<b>Total épargne liquide</b>	<b>877</b>	<b>889</b>	<b>895</b>	<b>67</b>	<b>69</b>	<b>12</b>	<b>6</b>
Dépôts à vue	244	247	249	7	-3	3	2
Livrets	486	506	517	21	48	20	11
OPCVM monétaires	46	48	46	9	5	2	-2
Dépôts à terme	78	64	58	24	17	-14	-6
Titres de créances négociables	23	24	25	6	2	1	1
<b>Total épargne bloquée</b>	<b>1445</b>	<b>1530</b>	<b>1618</b>	<b>71</b>	<b>41</b>	<b>77</b>	<b>79</b>
Epargne contractuelle dont	198	198	197	-19	-25	0	-1
- Plan d'épargne logement	169	171	172	-16	-22	2	1
- Plan d'épargne populaire	29	27	25	-3	-3	-2	-2
Assurance-vie	1247	1332	1421	90	66	77	80
<b>Total titres de long terme</b>	<b>357</b>	<b>373</b>	<b>412</b>	<b>-8</b>	<b>-25</b>	<b>0</b>	<b>10</b>
(hors actions non cotées et autres participations)							
OPCVM généraux	123	126	133	-18	-12	-3	-1
Titres d'invnt (FCPR, FCPI, SCPI, FCPE...)	101	106	114	12	-10	1	1
Obligations	39	38	47	1	-1	1	10
Actions cotées	94	103	118	-3	-2	1	0
Actions non cotées	263	292	337	1	1	5	5
Autres participations	139	151	169	5	6	6	6

Financement des entreprises	Encours (Mds euros)	Taux de croissance annuel en % (fin d'année)					
	2008	2005	2006	2007	2008	2009*	2010*
<b>Crédit dont</b>	<b>782</b>	<b>7,0</b>	<b>8,8</b>	<b>13,1</b>	<b>9,6</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>
- Trésorerie	216	8,5	9,4	16,2	8,6	-8	1
- Investissement	313	6,3	9,0	11,5	11,9	4	5
	Encours	Flux (Mds euros)					
<b>Financement sur les marchés (hors actions)</b>	333	5	8	5	17	20	22

\*Prévisions Crédit Agricole SA

Directeur de la Publication : **Jean-Paul Betbèze** — Comité de Rédaction : **Olivier Eluère, Olivier Bizimana**  
Réalisation & secrétariat de rédaction : **Fabienne Pesty**  
Contact : [publication.eco@credit-agricole-sa.com](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.com)

Crédit Agricole S.A.— Direction des Études Économiques — 75710 PARIS Cedex 15 — Fax : +33 (0)1 43 23 58 60  
Copyright Crédit Agricole S.A. — ISSN : 1768 - 9538

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.

[www.credit-agricole.com](http://www.credit-agricole.com) - Etudes Economiques  
Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques