

Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France en 2009

Nouvelle présentation

Dominique NIVAT et Bruno TERRIEN

Direction des Enquêtes et Statistiques sectorielles

Service des Investissements directs

Les statistiques d'investissements directs (ID) de la France sont actuellement établies et diffusées par la Banque de France selon des méthodes définies par la cinquième édition du manuel de balance des paiements du FMI, publié en 1993.¹ Une nouvelle édition du manuel de balance des paiements, la sixième, a toutefois été publiée en 2008 par le FMI, qui prévoit à terme² une évolution des méthodes de compilation et de présentation des statistiques d'investissements directs. Après avoir expliqué brièvement en quoi consistent les principaux changements entre les deux méthodes de compilation et de présentation des ID, cet article propose un état des lieux et une analyse des investissements directs de la France élaborés conformément aux futurs standards statistiques internationaux.³

Établis suivant ces futurs standards, les flux d'investissements directs sont réduits en moyenne de 30 milliards d'euros par an depuis 1999 par rapport à ceux respectant la présentation traditionnelle. En outre, leur évolution récente est différente. Selon la nouvelle présentation, les flux d'investissements directs français à l'étranger (IDFE) ont nettement fléchi en 2009 par rapport à 2007 et 2008, pour revenir à un niveau équivalent à celui de 2005. Pour leur part, les flux d'investissements directs étrangers en France (IDEF) sont devenus négatifs en 2009, ce qui n'avait jamais été observé au cours de la décennie qui vient de s'écouler.

Mots-clés : investissements directs, ID,
groupe international, balance des paiements, position extérieure

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

¹ Ce sont d'ailleurs des statistiques conformes aux règles de la cinquième édition du manuel de balance des paiements qui figurent dans les différentes publications et bases de données nationales et internationales consacrées aux investissements directs : le Stat-info mensuel et le Rapport annuel sur la balance des paiements de la France publiés par la Banque de France ; les statistiques sur la balance des paiements française contenues dans le Balance of Payments yearbook du FMI, l'annuaire de l'OCDE sur les investissements directs, le World Investment report de la CNUCED, les bases de données de la Banque de France, d'Eurostat et de la BCE sur les investissements directs.

² Pour l'ensemble des pays de l'Union européenne, l'année de publication requise est 2014.

³ La Banque de France publie d'ores et déjà des statistiques d'investissements directs selon cette méthodologie dans le Rapport annuel de la balance des paiements et de la position extérieure de la France, consultable à l'adresse suivante : www.banque-france.fr/fr/statistiques/telechar/economie_balance/rap_2009/rap-2009.pdf

Le présent article s'appuie sur de nouvelles séries constituées sur la période 1999-2009⁴, élaborées selon la méthodologie du principe directionnel étendu recommandée par la sixième édition du manuel de balance des paiements du FMI (cf. encadré et annexe), pour analyser les flux (partie 1) et les stocks (partie 2) d'investissements directs. Les revenus d'ID sont analysés dans une troisième partie.

I | Les flux d'investissements directs

En 2009, les flux d'investissements directs se sont soldés par des sorties nettes de capitaux de 63 milliards d'euros contre 67,5 milliards en 2008. Dans une perspective de long terme, toutefois, les sorties nettes

4 Un document de travail, à paraître, fournira pour les années 1999 à 2009 des données de flux, de stocks et de revenus d'investissements directs établies conformément à la future méthodologie internationale, détaillées par nature d'opération et avec des ventilations géographiques et sectorielles.

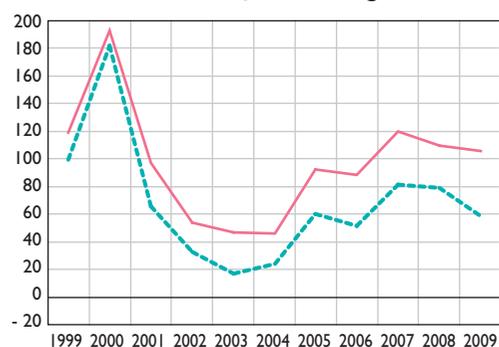
Une nouvelle méthode de compilation et de présentation des statistiques d'investissements directs

Les méthodes d'enregistrement des prêts intra-groupes dans les statistiques d'investissements directs définies au début des années 1990 et qui constituent la norme de publication actuelle ont pour effet de majorer artificiellement les flux et les stocks d'ID, compte tenu de l'expansion des groupes internationaux et de la généralisation, depuis le milieu des années 2000, de structures de financement implantées dans des pays fiscalement attractifs. Pour pallier la surestimation croissante des volumes d'ID, l'OCDE et le FMI ont mis au point une nouvelle méthode, dite « du principe directionnel étendu », consistant à reclasser les prêts et emprunts intra-groupes en fonction du lieu de résidence de la tête de groupe. Cette façon de procéder ne change ni le solde net des prêts intra-groupes, ni celui des investissements directs puisqu'elle consiste uniquement à reclasser des avoirs et des engagements par rapport à la méthode traditionnelle. En revanche, elle réduit sensiblement les flux et les stocks d'ID (cf. graphiques A et B), dans la mesure où les diverses opérations de prêt et d'emprunt entre sociétés résidentes et sociétés non résidentes d'un même groupe sont compensées¹. Quant aux revenus d'investissements directs, ils ne sont affectés par la nouvelle méthodologie que pour la fraction relative aux revenus d'intérêts sur la dette intra-groupe².

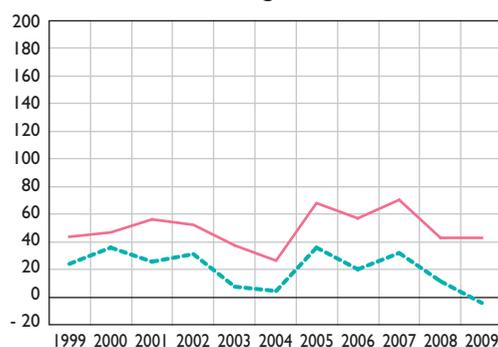
Graphiques A et B L'impact du reclassement des prêts entre sociétés sœurs selon la règle du principe directionnel étendu sur les flux d'investissements directs français à l'étranger et étrangers en France

(en milliards d'euros)

Investissements directs français à l'étranger



Investissements directs étrangers en France



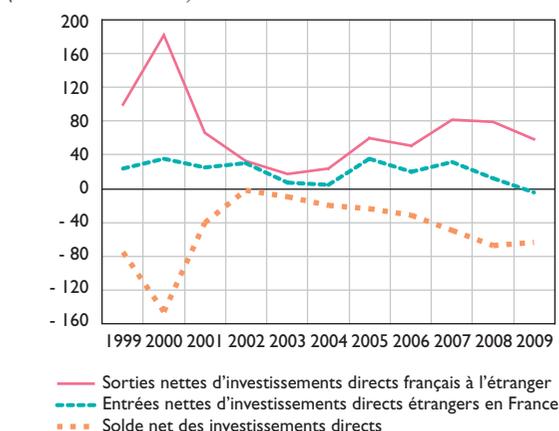
— Présentation traditionnelle — Nouvelle présentation

1 Pour des précisions complémentaires sur les méthodes, cf. l'annexe méthodologique en fin d'article, ainsi que Terrien (2009)

2 En raison du mode actuel de collecte des données, les intérêts sur prêts intra-groupes ne sont pas différenciés de ceux relatifs aux autres types de prêts et ne peuvent donc pas être rapprochés des encours de créances et dettes intra-groupes.

Graphique 1 Les flux d'investissements directs de 1999 à 2009

(en milliards d'euros)



NB : Pour rendre plus aisée la comparaison avec les investissements directs étrangers en France, les ID français à l'étranger sont présentés ci-dessus avec un signe de balance des paiements inversé.

sont restées à un niveau élevé en 2008 et 2009, dépassé uniquement en 1999 et en 2000, années au cours desquelles la valorisation des sociétés cotées s'était traduite par des montants records d'opérations de fusion-acquisition transfrontières, en France comme à l'étranger (cf. graphique 1).

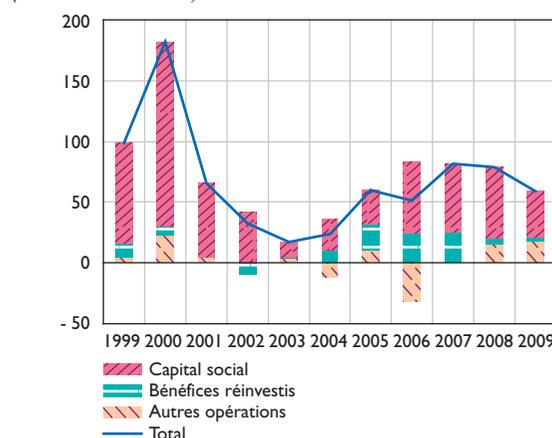
II Les flux d'investissements directs français à l'étranger

Après deux années lors desquelles ils s'étaient élevés à des niveaux de l'ordre de 80 milliards, les flux d'ID français à l'étranger ont fléchi de quelque 20 milliards en 2009 (soit de 26 %), revenant à leur niveau de 2005. Au sein des ID, les opérations en capital social (investissements immobiliers compris) ont reculé de 35 %, en relation avec le ralentissement de la croissance mondiale et la baisse marquée des opérations de fusion-acquisition transfrontières ; les bénéfices réinvestis, déjà fortement réduits de 2007 à 2008 par la chute des résultats des filiales étrangères de sociétés françaises, ont poursuivi leur repli, à 2,1 milliards ; enfin, les « autres opérations » ou prêts intra-groupes ont légèrement progressé, à 18,6 milliards, après 15,1 milliards en 2008 (cf. graphique 2).

La dégradation de la conjoncture économique et le ralentissement de l'activité de fusion et acquisition dans le monde en 2009 ne transparaissent pas uniquement

Graphique 2 Composition des flux nets d'investissements directs français à l'étranger

(en milliards d'euros)

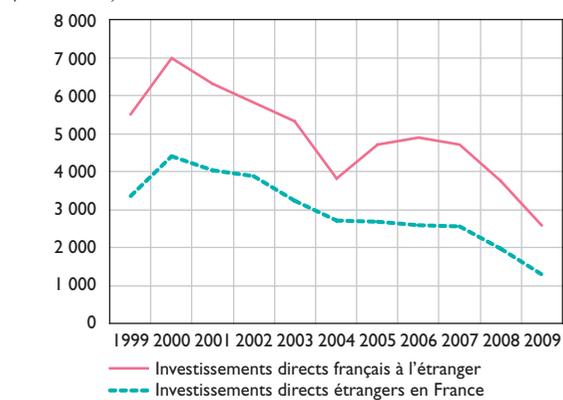


dans l'évolution des flux nets d'investissements en capital social à l'étranger, mais aussi dans le nombre d'opérations, investissements et désinvestissements confondus, qui a baissé de 31 % par rapport à 2008. Considéré sur longue période, ce nombre est le plus faible de la décennie, se situant à un niveau inférieur de 47 % à celui de l'année 2006, le plus élevé des cinq dernières années, et de 63 % à celui de l'année 2000 (cf. graphique 3).

Parmi les principales opérations d'investissements à l'étranger de l'année 2009, figurent notamment l'acquisition par BNP Paribas des trois quarts du capital de Fortis Banque auprès de l'État belge, ainsi que plusieurs opérations conduites par le groupe Électricité de France, au Royaume-Uni (prise de contrôle de British Energy), aux États-Unis (création d'une filiale

Graphique 3 Nombre d'opérations en capital social (hors immobilier) supérieures à 50 000 €

(en nombre)



**Tableau I Répartition géographique des flux d'investissements directs depuis 2007
(en fonction du pays de première contrepartie)**

(en milliards d'euros)

	Français à l'étranger			Étrangers en France		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Union européenne (à 27)	- 69,1	- 40,5	- 41,1	31,1	6,1	- 8,0
Union économique et monétaire (à 16)	- 63,7	- 51,2	- 29,3	24,6	8,3	- 4,3
dont : Allemagne	- 6,8	0,3	- 1,2	10,4	3,1	- 5,9
Belgique	1,5	- 43,2	- 17,1	5,0	6,9	5,0
Espagne	- 6,0	0,9	0,1	3,5	- 5,4	- 0,2
Irlande	- 0,6	0,0	- 0,8	1,0	2,9	- 1,2
Italie	- 17,6	- 3,6	- 0,8	- 0,4	- 1,0	- 0,3
Luxembourg	- 3,4	0,0	- 8,4	5,7	- 1,0	- 2,9
Pays-Bas	- 29,8	- 3,8	1,4	- 0,5	1,2	1,5
Autres pays de l'Union européenne	- 5,4	10,7	- 11,7	6,5	- 2,2	- 3,7
dont : Pologne	- 1,0	- 0,3	- 0,7	- 0,3	0,6	- 0,3
République tchèque	- 0,7	- 0,8	- 1,4	- 0,1	- 0,1	0,4
Roumanie	- 0,7	- 1,1	- 0,4	- 0,1	0,1	0,1
Royaume-Uni	- 1,6	16,6	- 8,0	6,2	- 3,1	- 3,5
Suède	- 0,1	- 2,9	- 1,4	0,1	- 0,1	- 0,4
Autres pays industrialisés	- 4,4	- 11,4	- 7,1	0,2	6,6	0,0
dont : États-Unis	- 12,5	- 12,1	- 3,9	1,2	4,1	0,5
Japon	- 0,4	- 0,1	0,1	0,1	1,1	0,4
Suisse	0,8	0,7	- 3,8	1,4	1,3	- 0,5
Reste du monde	- 8,3	- 27,3	- 10,6	0,7	- 1,0	3,8
Total	- 81,7	- 79,2	- 58,8	32,0	11,7	- 4,3

commune spécialisée dans la production d'électricité d'origine nucléaire avec Constellation Energy) et en Belgique. Par ailleurs, le groupe Sanofi-Aventis a poursuivi son implantation sur le marché des médicaments génériques en rachetant la société tchèque Zentiva, tandis que Vivendi a émis en fin d'année une OPA sur le capital de l'opérateur de télécommunications brésilien GVT.

Sur le plan géographique, en fonction du pays de première contrepartie ⁵ et toutes opérations confondues, les pays de l'Union européenne (à 27) et les autres pays industrialisés ont reçu une large part des investissements directs français à l'étranger en 2009, accueillant respectivement 70 % (50 % pour la zone euro à 16) et 12 % des flux nets, contre 18 % pour le reste du monde. Les flux vers la zone euro sont fortement concentrés, deux pays, la Belgique et le Luxembourg, ayant reçu plus de 85 % des flux nets, loin devant l'Allemagne, l'Irlande et l'Italie. Parmi les autres pays de l'Union européenne, les principales destinations sont

le Royaume-Uni, du fait des investissements d'EDF, qui précède largement la République tchèque et la Suède. Hors de l'UE, les États-Unis, également du fait des investissements d'EDF, et la Suisse ont accueilli respectivement 7 % et 6 % des flux nets, tandis que le Brésil s'est placé au premier rang des pays émergents et en développement avec 6 % du total, sous l'effet des investissements de Vivendi (cf. tableau 1).

La part des pays émergents dans le total des flux reste faible, y compris lors des trois dernières années. Ceci s'explique avant tout par l'enregistrement de la ventilation géographique en fonction de la première contrepartie qui fonde la méthodologie internationale des investissements directs. On sait en effet, même s'il est difficile de le quantifier précisément, que de nombreux investissements effectués par des groupes français et destinés *in fine* aux pays émergents transitent par des filiales financières situées dans d'autres pays industrialisés tels que le Luxembourg, la Belgique, la Suisse ou le Royaume-Uni.

5 Cf. annexe méthodologique

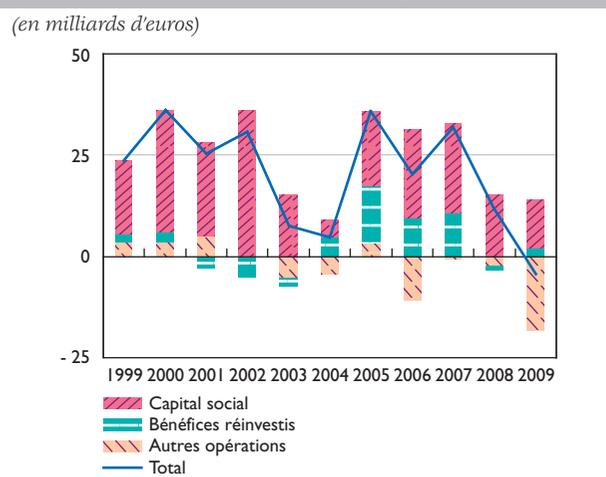
1|2 Les flux d'investissements directs étrangers en France

Les investissements directs étrangers en France, qui s'étaient inscrits entre 20 et 40 milliards d'euros de 2005 à 2007, ont fortement baissé au cours des deux dernières années, passant d'abord à 11,7 milliards en 2008, en baisse de 63 % par rapport à l'année précédente, puis laissant place à des désinvestissements nets en 2009. Parmi les différentes composantes des ID, les investissements immobiliers, après avoir fortement reculé en 2008, se sont maintenus à 4,3 milliards en 2009, contribuant ainsi à la résilience du marché français dans un environnement international difficile. Selon des données encore estimées, les bénéfiques réinvestis auraient retrouvé un solde positif de 2,1 milliards en 2009, alors qu'ils avaient affiché un solde négatif en 2008. Les opérations en capital, hors investissements immobiliers, déjà de faible ampleur lors des années précédentes, ont reculé pour leur part de 29 % par rapport à 2008, à 7,7 milliards. Enfin, les « autres opérations » ont dégagé un solde net négatif de - 18,3 milliards, en très forte hausse par rapport à 2008. Compte tenu des règles appliquées ici pour le classement des prêts intra-groupes, ce solde négatif signifie que les filiales françaises de groupes étrangers ont dans l'ensemble davantage contribué au financement de leur maison-mère ou d'entités non résidentes de leur groupe en 2009 qu'elles n'en ont reçu de prêts. Un phénomène semblable s'était déjà produit lors des années précédentes, en particulier en 2006 et en 2003, mais jamais avec une telle ampleur (cf. graphique 4).

Concernant les investissements étrangers en capital social, hors investissements immobiliers, on note également une diminution du nombre d'opérations en 2009, en baisse de 35 % par rapport à 2008. Observé sur plus longue période, ce dernier a décliné continuellement depuis neuf ans et s'est inscrit en 2009 à un niveau inférieur de 71 % à celui de l'année 2000 (cf. graphique 3).

Peu de grandes opérations d'investissements directs étrangers en France en capital social sont à signaler en 2009, et elles apparaissent, en outre, davantage comme la contrepartie d'autres opérations que comme de véritables investissements initiés de l'étranger : il en va ainsi de l'attribution d'actions de BNP Paribas à l'État belge en contrepartie de la cession par celui-ci de 75 % du capital de Fortis Banque à la banque

Graphique 4 Composition des flux nets d'investissements directs étrangers en France



française. Par ailleurs, deux fonds d'investissement luxembourgeois de la banque d'affaires américaine Goldman Sachs sont entrés au capital d'Eurotunnel, suite au remboursement en actions de titres de dette subordonnée antérieurement émis par Eurotunnel.

Sur le plan géographique, et selon le principe de provenance immédiate des capitaux, la quasi-totalité des pays ont eu des opérations proches de l'équilibre avec la France en 2009. La Belgique, les Pays-Bas et les Émirats arabes unis ont été les trois principaux pays investisseurs, mais pour un montant cumulé modeste de moins de 10 milliards, tandis que les pays qui ont le plus contribué aux désinvestissements nets sont l'Allemagne, pour 5,9 milliards, le Royaume-Uni, pour 3,5 milliards, et le Luxembourg, pour 2,9 milliards (cf. tableau 1).

2| Les stocks d'investissements directs

Fin 2009, la position nette des investissements directs en valeur comptable atteignait 377,7 milliards d'euros (soit 20 % du PIB), différence entre des avoirs extérieurs de 802,8 milliards et des engagements de 425,1 milliards. Depuis fin 1999, le stock des investissements directs français à l'étranger a été multiplié par 2,8 et a connu une croissance interrompue seulement en 2002 et 2003, après l'éclatement de la « bulle internet » et lorsque les flux se sont fortement ralentis. Pour sa part, le stock des ID étrangers en France en valeur comptable a connu une croissance encore plus régulière depuis 1999,

Tableau 2 Répartition sectorielle des stocks d'investissements directs

(en pourcentage du total et en milliards d'euros pour le total)

	Français à l'étranger			Étrangers en France		
	1999	2004	2009	1999	2004	2009
Agriculture, sylviculture et pêche	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Toutes industries	55,2	38,6	39,0	36,2	27,2	25,8
dont : Industries manufacturières	35,7	29,0	26,4	35,1	26,0	24,4
Construction	0,5	0,5	1,5	0,4	0,4	0,4
Commerce, réparation d'automobiles et de motocycles	5,8	5,7	6,5	7,7	5,2	1,3
Transports et entreposage	0,7	0,7	0,7	0,4	0,6	0,7
Hébergement et restauration	2,0	1,3	1,0	0,4	0,4	1,6
Information et communication	3,8	3,2	8,2	2,0	3,3	5,3
Activités financières et d'assurance	25,5	38,1	30,9	30,5	35,7	30,6
dont : Activités des sociétés holding	5,0	13,4	6,4	11,1	17,4	11,9
Activités immobilières	2,1	2,8	3,7	11,4	16,2	22,2
Soutien aux entreprises	2,3	1,8	5,1	1,6	3,2	8,2
Enseignement, santé humaine, action sociale et autres services	0,6	2,3	0,2	2,6	1,5	0,6
Montants non ventilés	1,5	5,0	3,1	6,6	6,2	3,2
Total	286,0	490,9	802,8	197,0	341,4	425,1

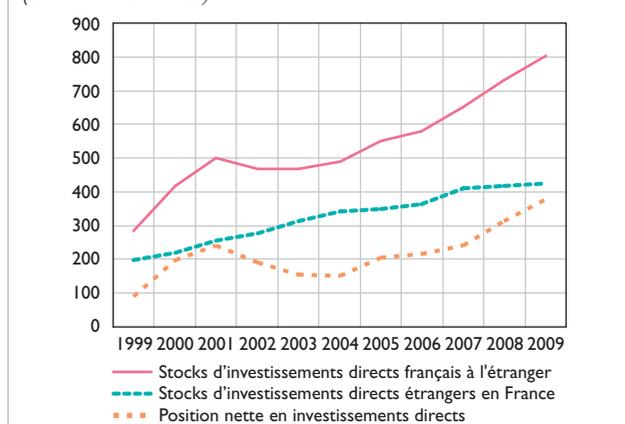
puisque constamment positive, mais plus lente, au terme de laquelle il a été multiplié par un peu plus de 2 (cf. graphique 5).

Le reclassement des prêts intra-groupes en fonction de la règle du principe directionnel étendu fait fortement et simultanément diminuer les encours de prêts français à l'étranger et étrangers en France, de sorte que, dans la présentation retenue pour cet

article, les stocks d'ID sont presque exclusivement constitués de capitaux propres d'entreprise. Ceux-ci représentaient ainsi 87 % du stock total d'ID français à l'étranger fin 2009, les investissements immobiliers 3 % et les prêts 10 %. Concernant les stocks d'ID étrangers en France, la part des prêts intra-groupes était encore plus faible fin 2009, ne dépassant pas 4 %, mais les investissements immobiliers, soutenus par des achats massifs et en progression depuis plusieurs années qui ne se sont infléchis qu'en 2008 et 2009⁶, approchaient 20 % du total.

Graphique 5 Les stocks d'investissements directs en valeur comptable de fin 1999 à fin 2009

(en milliards d'euros)



2| Répartition sectorielle des stocks d'investissements directs⁷

Fin 2009, deux secteurs regroupaient une part importante des ID français à l'étranger, les activités financières et d'assurance, avec 31 % du total – dont un cinquième pour les sociétés *holding* – et les industries manufacturières, 26 %. Bien que leurs stocks en valeur n'aient jamais baissé depuis fin 1999, sauf en 2002, ces dernières ont vu leur part relative baisser de 10 points en dix ans. De leur côté, les activités financières et d'assurance ont vu leur part s'accroître de 13 points entre 1999 et 2004, celle-ci déclinant

⁶ Et sans doute également mieux recensés que les investissements immobiliers français à l'étranger compte tenu du contexte légal et réglementaire.

⁷ La répartition sectorielle des investissements directs présentée ici est établie pour la première fois en NAF rév. 2, rétroalée jusqu'au début de la période. Pour les ID français à l'étranger, les secteurs pris en compte sont ceux des investisseurs directs résidents, et pour les ID étrangers en France, les secteurs sont ceux des sociétés investies par les non-résidents (cf. annexe méthodologique en fin d'article pour davantage de précisions).

tendanciellement ensuite. Le secteur de l'information et de la communication, peu internationalisé en tout début de période est désormais bien représenté parmi les secteurs investisseurs, avec 8 % des investissements. Enfin, le secteur du commerce et de la réparation d'automobiles a conservé une part stable des investissements tout au long de la période, de l'ordre de 6 % (cf. tableau 2).

S'agissant des stocks d'ID étrangers en France, la situation n'est guère différente, au moins dans ses grands traits, avec deux secteurs dominants fin 2009 : les activités financières et d'assurance, 31 % du total – dont 40 % pour les investissements dans des sociétés *holding* –, et l'industrie manufacturière, 24 %. La part des investissements dans les entreprises manufacturières résidentes a décliné de près de 11 points en dix ans, mais reste supérieure à la part de l'activité manufacturière dans le PIB, montrant que les investisseurs étrangers sont loin d'avoir déserté ce secteur de l'économie. La fabrication de machines et d'autres matériels de transport, le raffinage, la métallurgie, le bois et l'édition sont les sous-secteurs dont la part a le plus baissé en dix ans, alors que l'industrie chimique, l'industrie automobile et surtout la pharmacie ont mieux résisté.

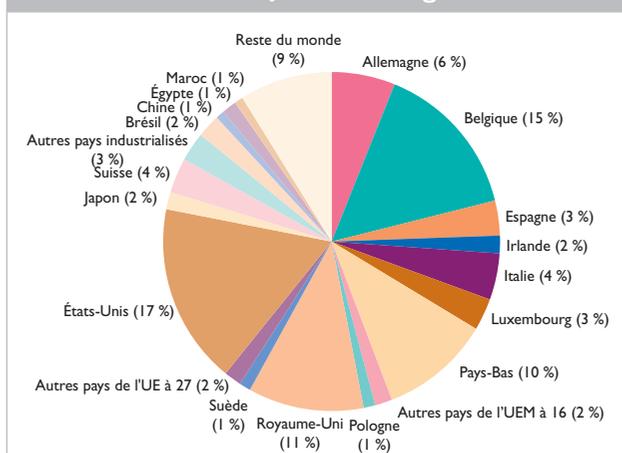
Une spécificité des ID étrangers en France est le poids de l'immobilier : le cumul de la détention de biens immobiliers *stricto sensu* et des investissements étrangers dans le secteur de l'immobilier atteignait plus de 22 % du total des investissements fin 2009, ce qui représente un doublement de sa part en dix ans, et un quadruplement du stock en valeur. Deux autres grands secteurs ont aussi connu une expansion

rapide depuis fin 1999, le secteur du soutien aux entreprises, au sein duquel se classent les entreprises de travail temporaire, passé de moins de 1 % du total à plus de 5 %, et le secteur de l'information et de la communication, passé de 2 % à plus de 5 %. En revanche, la part du commerce et de la réparation d'automobiles a reculé de 6 points environ en dix ans, dépassant tout juste 1 % fin 2009 (cf. tableau 2).

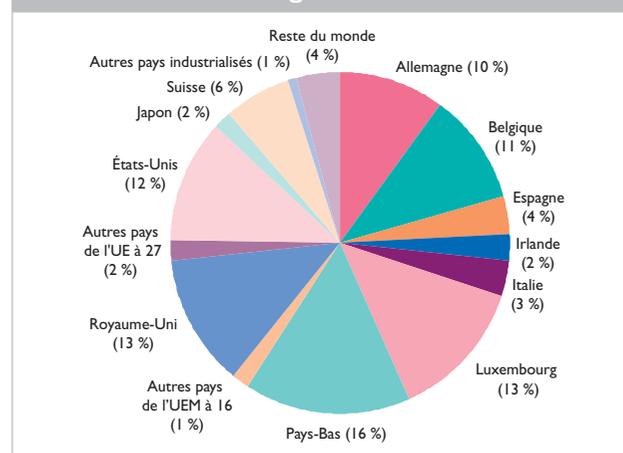
2|2 Répartition géographique des stocks d'investissements directs

Bien que le reclassement des prêts intra-groupes selon la règle du principe directionnel étendu fasse baisser la part des investissements avec les principaux pays de transit des capitaux, l'Union européenne restait de loin, dans cette présentation, la zone d'implantation préférée des investisseurs français, comptant pour 61 % du stock total fin 2009. Les autres pays industrialisés accueillent pour leur part 25 % des investissements français à la même date et le reste du monde 14 %. Les États-Unis étaient sans surprise le premier pays d'accueil avec 17 % du total, devant la Belgique (15 %), choisie par de nombreux groupes français pour y implanter leur quartier général et leur centre de trésorerie européens ou mondiaux, suivie du Royaume-Uni (11 %) et des Pays-Bas (10 %). Notre premier partenaire commercial, l'Allemagne, ne recevait que 6 % des stocks français à l'étranger et l'Italie 4 %. Le premier pays émergent, le Brésil, comptait pour 2 % du stock et la Chine n'occupait qu'une place marginale, avec moins de 1 % du total (cf. graphique 6).

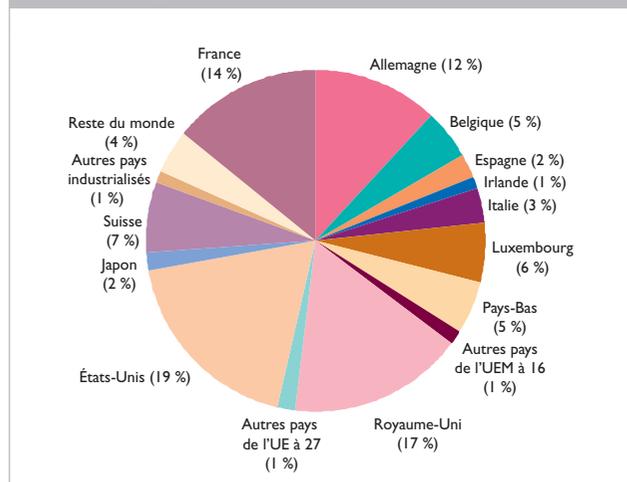
Graphique 6 Pays de première destination des stocks d'ID français à l'étranger fin 2009



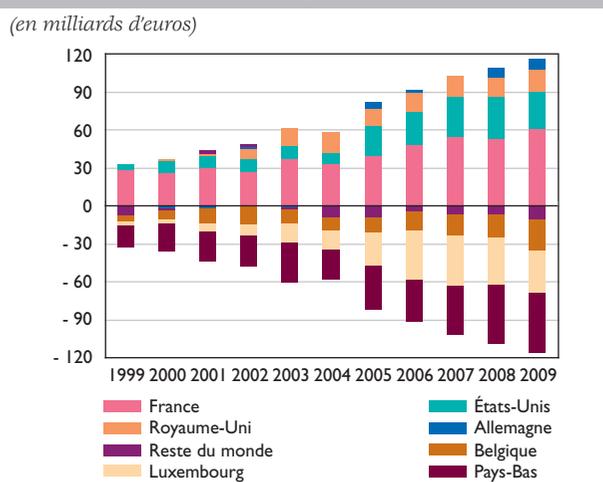
Graphique 7 Pays de provenance immédiate des stocks d'ID étrangers en France fin 2009



Graphique 8 Pays d'origine ultime des stocks d'ID étrangers en France fin 2009



Graphique 9 Principaux écarts par pays après identification du pays de l'investisseur ultime



La distribution des stocks d'ID étrangers en France est encore plus concentrée que celle des stocks d'ID français à l'étranger. Fin 2009, les pays de l'UE représentaient ainsi les trois quarts des investissements, les autres pays industrialisés 21 % et le reste du monde 4 % seulement. Les investissements en provenance de 6 pays, Pays-Bas, Luxembourg, Royaume-Uni, États-Unis, Belgique et Allemagne, contribuaient à hauteur de 75 % au stock total (cf. graphique 7).

Comme cela a déjà été dit pour les flux, la répartition géographique des stocks d'ID en fonction du pays de destination ou de provenance immédiate des investissements ne permet pas de connaître les pays de destination finale ou les pays d'origine ultime et reste donc biaisée par une surreprésentation des *pays-carrefours* à partir desquels les investissements sont redistribués vers d'autres destinations. En allouant l'ensemble des investissements directs, tant les capitaux propres que les prêts, au pays de l'investisseur ultime⁸, on corrige le biais, ce qui permet de mettre en évidence que les groupes français détiennent une part significative (60,8 milliards d'euros fin 2009, soit 14 %) des stocks d'ID étrangers en France. La présence de la France parmi les premiers pays d'origine des ID étrangers révèle le caractère encore incomplet de la correction opérée par les nouvelles normes internationales, celles-ci ne s'appliquant qu'aux prêts intra-groupes entre sociétés

sœurs. Ainsi, les 60,8 milliards d'investissements attribués fin 2009 aux investisseurs ultimes résidents correspondent aux investissements en capital social que des filiales non résidentes de groupes français ont effectués en France ou aux bénéfices réinvestis par des entités non résidentes de groupes français dans leurs propres filiales résidentes.

Si l'on exclut la France, le pays dont la part relative s'accroît le plus après allocation des stocks en fonction du pays de résidence de l'investisseur ultime est les États-Unis. Alors qu'il n'était que le quatrième pays investisseur en France selon le pays de première contrepartie (derrière les Pays-Bas, le Luxembourg et le Royaume-Uni), il devient le premier pays investisseur d'après la ventilation en fonction de l'investisseur ultime, sa part s'accroissant de 7 points à 19 %. Cela n'est guère surprenant compte tenu du rôle majeur et déjà ancien des groupes multinationaux d'origine américaine dans le monde et de l'ampleur de leur réseau international de filiales qui leur permet d'investir à partir de différentes plates-formes régionales. La Suisse (+ 0,5 point, à 7 %), l'Allemagne (+ 2 points, à 12 %) et le Royaume-Uni (+ 4 points, à 17 %) sont les autres pays dont la part s'accroît. *A contrario*, les Pays-Bas, le Luxembourg et la Belgique voient leur part dans les investissements étrangers en France revenir à un niveau plus compatible avec leur poids économique et celui de leurs groupes internationaux (cf. graphiques 8 et 9).

8 La définition de l'investisseur ultime est fournie en annexe, à la fin de cet article. Une ventilation géographique en fonction de l'investisseur ultime pourrait également être effectuée pour les flux d'ID étrangers en France, mais celle-ci serait moins significative que pour les stocks et n'est pas demandée par le 6^e manuel de balance des paiements du FMI.

Une analyse sur l'ensemble des années 1999-2009 révèle l'ampleur croissante des capitaux investis en France *via* des pays tiers : leur montant est ainsi passé de 33 milliards fin 1999 à près de 110 milliards fin 2009 (cf. graphique 9), soit de 17 % à plus de 25 % du total des investissements étrangers en France. Sur le début de période, l'identification du pays de résidence de l'investisseur ultime permet essentiellement de mettre en évidence la présence de groupes français, et, dans une moindre mesure, de renforcer le poids des groupes américains parmi les investisseurs en France. Sur les dernières années, on constate également que les groupes britanniques et allemands effectuent une part significative de leurs investissements en France *via* des pays tiers (surtout les Pays-Bas, le Luxembourg et la Belgique).⁹

2|3 Les stocks d'investissements directs en valeur de marché

La position nette des investissements directs en valeur de marché à la fin de l'année 2009 est estimée à 407,3 milliards, en hausse de près de 130 milliards par rapport à fin 2008. La contribution à cette hausse se partage à parts égales entre les flux nets sortants d'ID et les effets-prix, c'est-à-dire l'impact de la variation des cours de bourse et des prix de l'immobilier sur la valeur de marché des avoirs et des engagements.

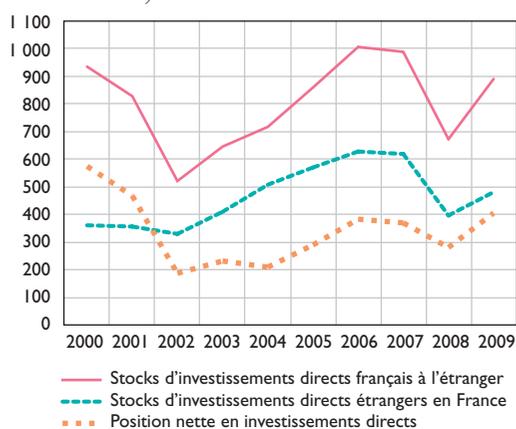
Il faut rappeler toutefois que du fait de l'effondrement des cours boursiers en 2008, la position nette en valeur de marché avait chuté de 92 milliards entre fin 2007 et fin 2008 malgré des flux nets sortants d'ID de 67,5 milliards (cf. graphique 10). En fin d'année 2009, la valeur de marché des stocks d'ID français à l'étranger et étrangers en France a retrouvé un niveau légèrement supérieur à celui de leur valeur comptable, contrairement à la situation qui prévalait fin 2008, tout en restant loin cependant des multiples de valorisation atteints en 2000 et 2001 ou de 2004 à 2007.

3| Les revenus d'investissements directs

Les revenus des investissements directs français à l'étranger, en forte progression depuis la fin de la crise « internet » au début des années 2000 – partiellement sous l'effet d'une amélioration de la couverture statistique – ont culminé à plus de 50 milliards en 2006 et 2007, avant de diminuer de 36 % en deux ans. De leur côté, les revenus des ID étrangers en France, également à leur plus haut niveau en 2007, à plus de 25 milliards, ont chuté de 42 % en cumul sur les deux dernières années. Au total, avec un montant de 17,7 milliards en 2009¹⁰, l'excédent des revenus d'ID s'est contracté de plus de 7 milliards par rapport à celui de 2007 (cf. graphique 11).

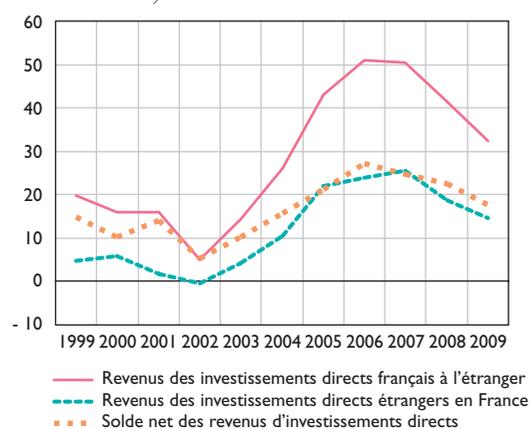
Graphique 10 Les stocks d'investissements directs en valeur de marché de fin 2000 à fin 2009

(en milliards d'euros)



Graphique 11 Les revenus d'investissements directs en balance des paiements de 1999 à 2009

(en milliards d'euros)



⁹ Il serait évidemment souhaitable de disposer de statistiques symétriques sur les stocks d'ID français à l'étranger en fonction du pays de destination finale. Mais la destination finale des fonds investis à partir de France ne peut pas être établie à partir d'enquêtes auprès des entreprises résidentes ou d'autres sources nationales. Le seul moyen d'avoir de telles informations serait de les obtenir des pays qui sont les destinataires finaux des investissements. Pour des raisons juridiques tenant à la confidentialité des données et vu le niveau de coopération statistique internationale, cela n'est pas possible actuellement.

¹⁰ Il faut rappeler ici que les revenus d'investissements directs de l'année 2009 ne sont encore qu'estimés et doivent donc être considérés comme provisoires.

Un travail de consolidation des revenus d'ID, consistant à agréger les revenus de toutes les sociétés appartenant à un même groupe et à reclasser en revenus d'ID français à l'étranger tous les revenus reçus ou versés – y compris les bénéficiaires réinvestis (cf. annexe méthodologique) – par des groupes dont l'investisseur ultime est résident et en revenus d'ID étrangers en France les revenus versés ou reçus par des groupes dont l'investisseur ultime est non résident, a permis de mettre en évidence la très forte concentration des revenus d'ID français à l'étranger. Ainsi, en 2008, les revenus d'ID des 20 premiers groupes français se sont montés à 32,6 milliards, représentant plus de 87 % des recettes, tandis que les 36 groupes résidents du CAC 40¹¹ ont cumulé 33,8 milliards de revenus, soit près de 91 % des recettes nettes (après 89 % des recettes nettes en 2007 et 90 % en 2006 et 2005). On observe également que de 2005 à 2008, les revenus des filiales étrangères des groupes du CAC 40 enregistrés en balance des paiements ont représenté près de 50 % de leurs résultats nets consolidés part du

groupe, hors éléments exceptionnels, et même plus de 54 % en 2008.

Pour leur part, les revenus d'ID étrangers en France apparaissent moins concentrés que les revenus d'ID français à l'étranger, les revenus des 20 premiers investisseurs étrangers ne se montant qu'à 7,7 milliards (soit 52 % des dépenses nettes) et ceux des 40 premiers investisseurs étrangers à 10 milliards, représentant à peine plus des deux tiers des dépenses nettes. Il n'y a rien d'étonnant à ce phénomène que l'on observe également pour les flux et les stocks d'ID. Il tient en premier lieu à ce qu'il nous est plus difficile de délimiter les contours des groupes étrangers que ceux des groupes français. Il est dû également à ce que dans le cas des ID français à l'étranger, on mesure la concentration au sein d'un groupe réduit d'investisseurs directs, tandis que dans le cas des ID étrangers en France on mesure la concentration des investissements sur un territoire limité, la France, pour une population mondiale d'investisseurs directs.

La France est actuellement l'un des rares pays à publier des statistiques d'investissements directs conformes aux futurs standards internationaux. Elles ne peuvent donc être directement comparées à celles de nos partenaires. L'entrée en vigueur de la nouvelle méthodologie préconisée par le FMI et l'OCDE devrait permettre de disposer d'un ensemble de statistiques nationales plus significatives qu'aujourd'hui et faciliter les analyses comparatives.

11 Soit la liste des sociétés entrant dans la composition de l'indice CAC 40 au 31 décembre 2008, hormis ArcelorMittal, Dexia, EADS et STMicroelectronics.

Annexe

Les investissements directs : concepts et définitions

Définition des investissements directs

La Banque de France établit les statistiques d'investissements directs de la France sur la base du cadre conceptuel défini par le FMI pour l'élaboration de la balance des paiements et de la position extérieure dans le manuel de la balance des paiements (cinquième édition publiée en 1993 et sixième édition publiée en 2008). Les investissements directs sont des investissements internationaux par lesquels une entité résidant dans une économie acquiert ou détient un intérêt durable dans une entité résidant dans une économie autre que celle de l'investisseur. La notion d'intérêt durable implique l'existence d'une relation à long terme entre l'investisseur direct et l'entreprise investie (dite « entreprise d'investissement direct ») et l'exercice d'une influence notable du premier sur la gestion de la seconde. L'investissement direct comprend à la fois l'opération initiale entre les deux entités et toutes les opérations financières ultérieures entre elles.

Par convention, un intérêt durable est réputé acquis lorsqu'un investisseur détient au moins 10 % du capital ou des droits de vote en assemblée générale d'actionnaires d'une entreprise résidant dans un pays autre que le sien. Les statistiques d'ID incluent toutes les transactions financières entre les entreprises dites « en relation d'investissement direct ». Celles-ci comprennent non seulement les opérations entre sociétés ayant des liens directs en capital (supérieurs à 10 %), mais aussi les transactions entre sociétés reliées de façon indirecte. Ainsi, une transaction financière entre une société et la filiale (à plus de 10 %) de sa filiale (elle-même à plus de 50 %) fait partie des ID, même s'il n'existe aucun lien direct en capital entre elles. De même, toutes les transactions financières entre sociétés sœurs (c'est-à-dire détenues à plus de 10 %, y compris de façon indirecte, par un même investisseur ultime, mais sans lien direct en capital social entre elles) sont à enregistrer en ID.

Les investissements directs ne sont donc pas uniquement constitués d'achats d'actions et de titres de participation. Ils comprennent aussi les investissements immobiliers, les bénéfices réinvestis (partie non distribuée sous forme de dividendes du résultat courant des sociétés investies revenant aux investisseurs directs) et l'ensemble des prêts, emprunts et dépôts entre des entreprises résidentes et leurs affiliés non résidents (maisons mères et filiales directes et indirectes, sociétés sœurs).¹

Ventilations géographiques

Selon la méthodologie de balance des paiements du FMI, les ventilations géographiques sont effectuées en fonction du pays de première contrepartie, c'est-à-dire que le pays considéré comme destinataire de l'investissement n'est pas le bénéficiaire ultime des fonds investis mais celui qui les reçoit à leur sortie de France. Ainsi, un investissement français en Chine *via* une filiale néerlandaise est considéré comme un ID français aux Pays-Bas. Cette règle s'applique aux flux et aux stocks d'ID établis selon la méthode traditionnelle comme à ceux établis suivant la règle du principe directionnel étendu présentés dans cet article. Dans le cas des stocks d'ID étrangers en France, toutefois, il est possible d'établir à titre complémentaire une répartition

¹ Pour des précisions complémentaires sur la notion de résidence, les liens entre ID et investissements au sens de la comptabilité nationale, les populations d'entreprises d'investissement direct et les modalités de recensement des données, cf. Nivat et Terrien (2009)

entièrement fondée sur le critère de l'investisseur ultime, qui alloue au pays de résidence de la tête de groupe non seulement les stocks de prêts et flux de trésorerie entre filiales françaises et étrangères du même groupe, mais aussi les stocks de capitaux propres de ses filiales résidentes. L'investisseur ultime est défini comme l'entité qui est à l'origine de la chaîne de liens financiers (supérieurs à 50 %) constitutive d'un groupe. On identifie les investisseurs ultimes (ou têtes de groupe) pour avoir une meilleure connaissance de ceux qui détiennent et contrôlent en dernier ressort les entreprises résidentes impliquées dans des relations d'investissement direct.

Ventilation sectorielle

La ventilation sectorielle est réalisée par référence aux activités attribuées aux entreprises résidentes, identifiées par leur numéro SIREN, dans le registre du commerce tenu par l'INSEE. Pour les ID français à l'étranger, la ventilation est effectuée en fonction de l'activité des investisseurs directs résidents et pour les ID étrangers en France, elle est élaborée sur la base de l'activité des sociétés investies par les non-résidents. Les flux et les stocks d'ID de l'année 2009 ont été établis pour la première fois en fonction d'une nouvelle nomenclature d'activités, la NAF rév. 2 (ou NAF 2008), entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2008. Les données des années antérieures, originellement publiées en NAF rév. 1, ont été reclassées aux fins de comparaison. Pour accroître la signification de la ventilation sectorielle, les sociétés holdings sont reclassées selon le secteur économique de leur tête de groupe lorsque celle-ci est cotée. De façon à pouvoir disposer d'une structure sectorielle proche de celle des indices boursiers, c'est l'ICB (*Industry Classification Benchmark*) qui a été choisi comme système de référence pour le reclassement des sociétés holdings investisseuses².

Modes de valorisation des stocks d'investissements directs

Sauf indication contraire, les stocks d'ID présentés dans cet article sont exprimés en valeur comptable, les données sur les capitaux propres des entreprises investies provenant de leur bilan comptable. Il est également fait référence aux stocks d'ID en valeur de marché, mais seulement pour leur montant global, sans ventilation géographique ni sectorielle. Pour les sociétés non cotées, la valeur de marché des capitaux propres est estimée à partir de la méthode dite « des ratios de capitalisation », qui consiste à calculer des ratios médians à partir du rapport capitalisation boursière/capitaux propres consolidés pour des populations d'entreprises cotées et à les appliquer, sous certaines conditions, aux stocks de capitaux propres en valeur comptable.³

Revenus d'investissements directs

Les investissements directs donnent lieu à la perception par les investisseurs directs de revenus qui sont constitués des résultats opérationnels courants (soit hors éléments exceptionnels tels que gains et pertes de change, plus ou moins-values de cessions etc.) des sociétés investies. Ces revenus se décomposent en deux parties : une partie distribuée aux investisseurs directs – les dividendes – et une partie maintenue, sous forme de réserves, dans les entreprises investies, qui augmente, lorsqu'elle est positive, le montant du capital détenu par les investisseurs – les bénéfices réinvestis. Les bénéfices réinvestis sont également enregistrés, avec un signe opposé, au sein des flux d'investissements directs. Les revenus d'investissements directs sont un élément du compte de transactions courantes de la balance des paiements et ils contribuent, en comptabilité nationale, à la détermination du Revenu national brut (RNB). La consolidation des revenus d'ID évoquée dans la troisième partie de l'article s'appuie sur les versions annuelles successives du fichier LiFi sur les liaisons financières des entreprises qui nous ont été communiquées par l'INSEE.

² L'ICB est un système de classification sectorielle créé conjointement par les groupes Dow Jones et FTSE. Ce référentiel est utilisé pour définir le secteur économique d'appartenance des sociétés cotées sur plusieurs Bourses de valeurs représentant environ 65% de la capitalisation boursière mondiale, parmi lesquelles Paris et New York (Euronext-NYSE), ainsi que Londres. Le référentiel est à la base des indices sectoriels proposés par la plupart des grandes places boursières dans le monde.

³ Pour des précisions sur la méthode employée, cf. Nivat et Topiol (2010)

Les principaux changements apportés aux statistiques d'investissements directs par la mise en œuvre de la nouvelle méthodologie OCDE-FMI

Dans les statistiques « officielles » de la plupart des pays, dont la France, les prêts intra-groupes entre sociétés-sœurs (c'est-à-dire sans lien direct en capital social entre elles ou avec une participation de l'une au capital social de l'autre inférieure à 10 %) sont enregistrés selon le principe créances/engagements : les prêts des sociétés résidentes à des sœurs non résidentes sont inclus dans les ID français à l'étranger tandis que les prêts de sociétés non résidentes à des sœurs françaises sont compris dans les ID étrangers en France. Cette règle qui ne soulevait pas de problème particulier lorsqu'ont été définies les méthodes actuelles de compilation et d'enregistrement des flux de balance des paiements et des stocks de la position extérieure, a aujourd'hui pour conséquence de gonfler les investissements directs en raison de la création et de l'expansion des entités à vocation spéciale (EVS ou SPEs, *Special Purpose Entities*, selon leur acronyme anglais). En effet, certaines de ces structures, créées par les groupes internationaux, ont pour fonction d'apporter les financements nécessaires aux autres sociétés membres du groupe, en émettant des titres sur les marchés internationaux ou en contractant des emprunts auprès du système bancaire. Ces structures sont généralement implantées dans des pays différents de ceux dans lesquels s'effectuent réellement les investissements finaux. Dans ce cas, les fonds passent des pays où ils sont collectés vers les pays où ils sont utilisés, en transitant éventuellement par le pays d'origine du groupe ou par des pays tiers. Chaque transfert de fonds correspond à un prêt intra-groupe enregistré en investissements directs. Les EVS peuvent être également chargées de centraliser les fonds disponibles au sein du groupe : elles reçoivent alors les fonds de sociétés ayant des excédents de trésorerie pour les répartir entre celles qui ont des besoins de financement. Toutes ces opérations donnent lieu à autant de transactions d'investissements directs.

Les EVS affectent en outre les investissements directs *via* le règlement des opérations, par exemple lorsqu'une acquisition effectuée entre deux pays donnés est à l'origine de règlements réalisés par et/ou au profit de centres de trésorerie implantés dans des pays tiers. Cette déconnexion entre transactions réelles et flux de règlements est d'autant plus importante que le degré d'intégration économique et financière à l'échelle régionale est élevé. Elle est donc très marquée en Europe. Au total, les EVS, en contribuant à une multiplication des financements croisés entre sociétés d'un même groupe implantées dans plusieurs pays, gonflent artificiellement les flux et les stocks d'ID.

L'OCDE et le FMI, ont défini une nouvelle méthode, dite du « principe directionnel étendu », exposée respectivement dans la Définition de référence des investissements directs, 4^e édition (2008) et dans le *Manuel de la balance des paiements*, 6^e édition (2008), destinée à réduire la surestimation des ID. Selon cette méthode, les prêts et emprunts intra-groupes entre sociétés sœurs doivent être reclassés en fonction de la résidence de la tête de groupe⁴. Lorsque la tête de groupe est une société française, tous les prêts intra-groupes, quel que soit leur sens, sont à considérer comme des ID français à l'étranger, positifs ou négatifs selon qu'il s'agit de créances ou d'engagements ; lorsque l'investisseur ultime est une société étrangère, les prêts sont à enregistrer en ID étrangers en France, avec un signe différent pour les créances et les engagements. Toutes les séries de données sur les flux et les stocks d'ID présentées dans cet article ont été établies conformément à cette nouvelle méthode.

4 La méthode du principe directionnel a été recommandée pour les prêts intra-groupes entre mères et filles dès la cinquième édition du *Manuel de balance des paiements* du FMI (1993).

Bibliographie

Banque centrale européenne (2007)

“European Union balance of payments and international investment position statistical methods”, mai, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/bop_052007en.pdf?a6337969e1a9ce267f8a9d6522badce8

Banque de France (2010)

« Rapport de la balance des paiements et de la position extérieure de la France en 2009 », juin, http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/telechar/economie_balance/rap_2009/rap-2009.pdf

CNUCED (2010)

“World Investment Report 2010, Investing in a low-carbon economy”, juillet, http://www.unctad.org/en/docs/wir2010_en.pdf

FMI (1993 et 2008)

« Manuels de la balance des paiements », 5^e et 6^e éditions, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/BPM6.pdf>

Nivat (D.) et Topiol (A.) (2010)

« Évaluation des stocks d'investissements directs en valeur de marché : méthodes et résultats pour la France », *Bulletin de la Banque de France*, n° 179, 1^{er} trimestre, http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu179_5.pdf

Nivat (D.) et Terrien (B.) (2009)

« Les flux d'investissements directs de la France en 2008 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 177, 3^e trimestre, http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu177_4.pdf

OCDE (2008)

« Définition de référence des investissements directs », 4^e édition, avril, <http://www.oecd.org/dataoecd/39/45/40632182.pdf>

Terrien (B.) (2009)

« Une nouvelle norme de construction et de diffusion des statistiques d'investissements directs », *Bulletin de la Banque de France*, n° 177, 3^e trimestre, http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu177_5.pdf