



Les fonds d'investissement dans la zone euro : une dynamique hétérogène depuis 2009

Les organismes de placement collectif non monétaires (ou fonds d'investissement) présentent un grand dynamisme : l'encours géré a plus que doublé en valeur depuis 2009, pour atteindre un peu plus de 11 000 milliards d'euros fin 2017, soit un montant équivalent à celui du produit intérieur brut (PIB) de la zone euro. Ce dynamisme global masque des différences notables entre les pays, l'Irlande et le Luxembourg enregistrant les progressions les plus fortes. En outre, les répartitions entre types de fonds et catégories de placements sous-jacents varient également selon les pays de la zone euro. Il en est de même pour les catégories d'investisseurs (financiers ou non financiers) souscripteurs de ces fonds. Cette étude compare les données agrégées de bilan des neuf principaux pays de la zone euro.

Maxime PONSART, Alessandra SALVIO
Banque de France, Banca d'Italia

Codes JEL
G11, G23

11 200 milliards d'euros

l'encours des fonds d'investissement de la zone euro en 2017 (+ 11 % de croissance annuelle moyenne depuis 2009)

1 300 milliards d'euros

l'encours des fonds d'investissement de la France en 2017 (+ 5 % de croissance annuelle moyenne depuis 2009, 4^e pays en part de marché)

870 milliards d'euros

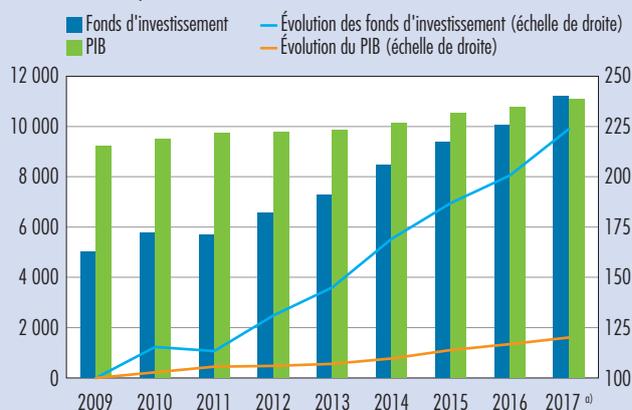
le montant des flux nets de la zone euro en 2017

55 milliards d'euros

le montant des flux nets de la France en 2017

Encours des fonds d'investissement et PIB dans la zone euro

(montant en milliards d'euros ; évolution en indice, base 100 en 2009)



a) Chiffre provisoire pour 2017.

Sources : Banque de France, BCE et Eurostat.



1 Une croissance dynamique mais inégale des fonds d'investissement dans la zone euro depuis 2009

Un rythme de croissance soutenu

Avec un taux de croissance annuel moyen de 11 % depuis 2009, le montant des encours gérés par les fonds d'investissements non monétaires ¹ a plus que doublé dans la zone euro depuis cette date. Il atteint un peu plus de 11 000 milliards d'euros en décembre 2017, soit un niveau comparable à celui du produit intérieur brut (PIB), cf. graphique 1.

Les sommes placées dans ces fonds sont investies dans différents supports : actions, titres de créance, actifs immobiliers, etc. Si leur politique d'investissement est généralement ciblée sur une classe d'actifs, ils offrent à leurs détenteurs une diversification des risques. Les multiples possibilités de placements aux profils de risque et rendement variés permettent d'attirer différents types d'investisseurs comme les banques, les assurances, les entreprises non financières, les administrations

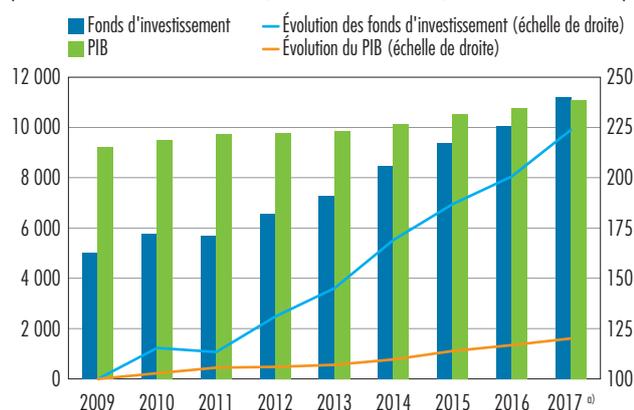
publiques ou les ménages. Cette diversité d'investisseurs d'une part et les montants en jeu d'autre part, donnent à ces fonds un rôle majeur dans l'intermédiation financière.

Une croissance très rapide au Luxembourg et en Irlande

Quatre pays (le Luxembourg, l'Allemagne, l'Irlande et la France) représentent 80 % du total de l'encours de la zone euro (cf. graphique 2), alors que les 20 pourcents restants sont répartis entre 15 pays ^{2,3}. Le rythme de croissance des fonds varie de 4 % à 20 % en moyenne annuelle (cf. tableau 1) selon les pays. Les fonds localisés au Luxembourg et en Irlande représentent des volumes d'encours importants (respectivement 3 900 milliards d'euros et 1 900 milliards d'euros à fin décembre 2017) et enregistrent des rythmes très soutenus de croissance annuelle (12 % et 20 %). Par rapport à décembre 2009, leur part de marché au sein de la zone euro a augmenté respectivement de + 4 et + 8 points de pourcentage (pp), au détriment de tous les autres pays. Avec un taux de croissance annuel moyen de 5 %, la part de la France enregistre la plus forte baisse (12 % en 2017, contre 18 % en 2009).

G1 Encours des fonds d'investissement et PIB dans la zone euro

(montant en milliards d'euros ; évolution en indice, base 100 en 2009)

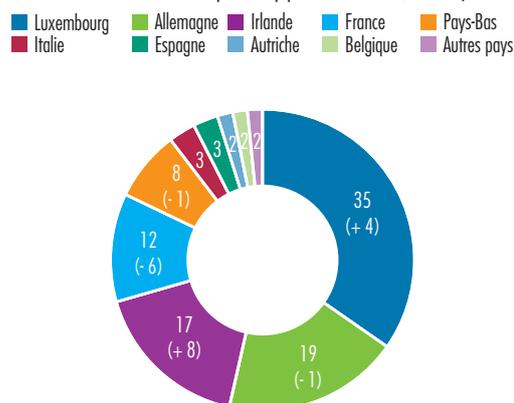


a) Chiffre provisoire pour 2017.

Sources : Banque de France, BCE et Eurostat.

G2 Parts de marché des pays de la zone euro dans l'encours des fonds d'investissement à fin décembre 2017

(parts en 2017 et variations par rapport à 2009, en %)



Note : Les variations sont mentionnées entre parenthèses.

Sources : Banque de France et BCE.

1 Ou organismes de placement collectif (OPC).

2 L'étude se fonde sur des données des banques centrales nationales : elles peuvent être publiques (disponibles sous <https://sdw.ecb.europa.eu/> ou d'accès restreint (accessibles aux banques centrales nationales, chercheurs, etc.). L'historique des données par pays commence en 2009.

3 L'étude se concentre sur les neuf principaux pays de la zone euro en termes d'encours.



T1 Évolution de l'actif net dans la zone euro entre 2009 et 2017

(actif net en milliards d'euros, croissance annuelle moyenne en %)

| | Décembre 2017 | Variation | Décembre 2009 Croissance annuelle moyenne |
|------------------------|---------------|----------------|--|
| Luxembourg | 3 893 | + 2 348 | 12 |
| Allemagne | 2 107 | + 1 092 | 10 |
| Irlande | 1 909 | + 1 468 | 20 |
| France | 1 302 | + 397 | 5 |
| Pays-Bas | 843 | + 438 | 10 |
| Italie | 323 | + 136 | 7 |
| Espagne | 298 | + 108 | 6 |
| Autriche | 183 | + 47 | 4 |
| Belgique | 175 | + 82 | 8 |
| Autres pays | 177 | + 87 | - |
| Total zone euro | 11 212 | + 6 203 | 11 |

Sources : Banque de France et BCE.

Un niveau de concentration variable selon les pays

En décembre 2016, l'encours moyen sous gestion d'un fonds de la zone euro atteint 216 millions d'euros, soit près du double du niveau de décembre 2009 (111 millions d'euros, cf. graphique 3). Parallèlement, le nombre de fonds a peu évolué au cours de la période 2009-2016 (+ 12 %, pour un total de 52 000 fonds).

Le niveau de concentration diffère sensiblement d'un pays à l'autre : en 2016, le marché le plus concentré est celui des Pays-Bas avec un encours sous gestion moyen de 450 millions d'euros par fonds, soit neuf fois

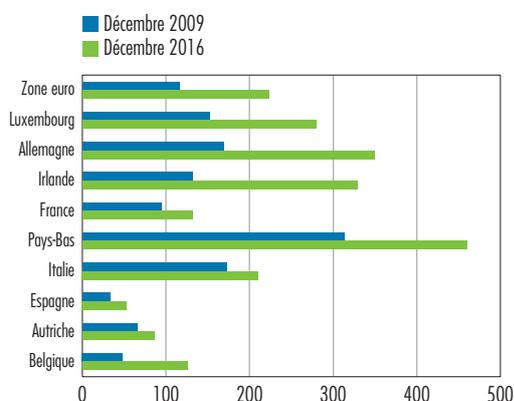
supérieur à celui de l'Espagne (50 millions d'euros par fonds). Ce niveau de concentration n'est pas lié au volume global d'encours de chaque pays : le ratio du Luxembourg, plus gros marché en termes d'encours, se trouve par exemple dans la moyenne des pays étudiés.

Des niveaux de flux contrastés entre pays

Au cours de la période décembre 2009-2017 (cf. graphique 4), 60 % des 6 200 milliards d'euros d'augmentation⁴ de l'encours global, pour l'ensemble des fonds de la zone euro, s'expliquent par des souscriptions nettes et 40 % par des effets de valorisation.

G3 Encours moyen géré par fonds d'investissement, par pays

(en millions d'euros)

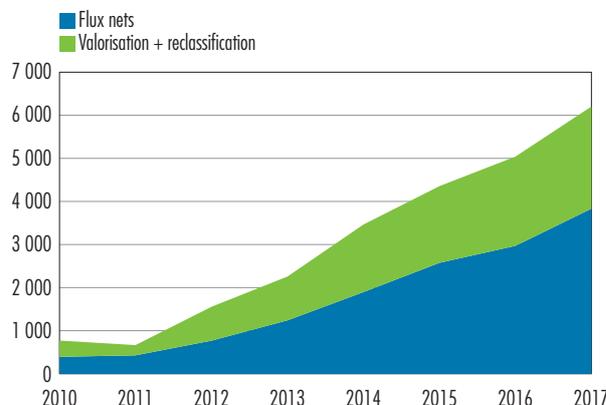


Note : L'encours moyen correspond au rapport de l'encours sur le nombre de fonds par pays.

Sources : Banque de France et BCE.

G4 Décomposition de la variation de l'encours d'actif net dans la zone euro

(en milliards d'euros)



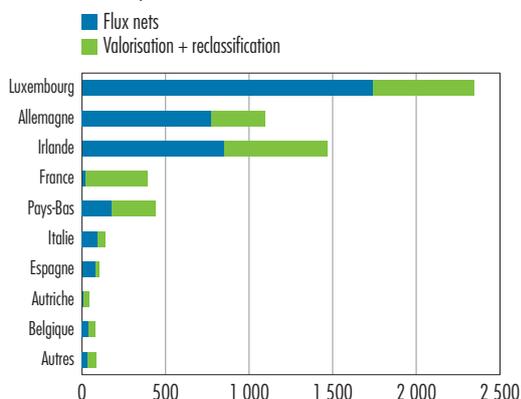
Sources : Banque de France et BCE.

⁴ La variation (augmentation ou diminution) de l'encours sous gestion d'un fonds est la somme : i) des flux nets des investissements enregistrés au cours de la période (souscriptions moins rachats de part de fonds), ii) de la valorisation du portefeuille sur la période et iii) des reclassifications (notamment modification de population).



G5 Variation de l'encours par pays (cumul 2010-2017)

(en milliards d'euros)



Sources : Banque de France et BCE.

Les fonds localisés au Luxembourg, en Irlande et en Allemagne (cf. graphique 5) représentent 88% des flux nets, dont près de 45% pour le seul Luxembourg. Malgré un poids significatif en termes d'encours (12%), la France enregistre des flux nets de moindre ampleur sur la période (+ 17 milliards d'euros). L'augmentation de l'encours résulte quasi exclusivement d'effets de valorisation.

Comme un flux net résulte de la différence entre souscriptions et rachats, il ne donne pas d'indication sur ces derniers. Mesuré depuis fin 2014, le total des souscriptions et rachats de parts de fonds de la zone euro, représentatif du volume d'activité global, est compris entre 6 000 et 7 000 milliards d'euros en cumul annuel, soit environ deux tiers du total de l'encours sous gestion dans la zone euro.

ENCADRÉ 1

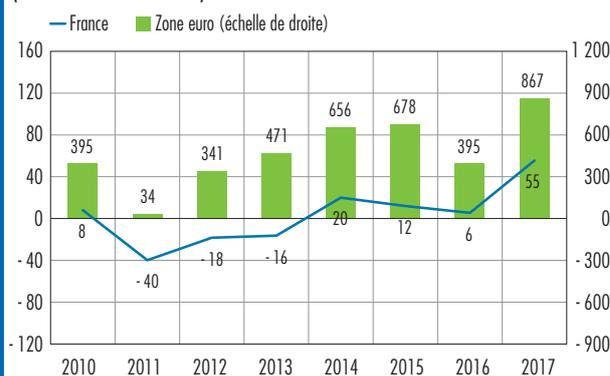
2017 : une année de flux record

Avec 867 milliards d'euros sur l'ensemble de la zone euro en 2017, la collecte nette des fonds atteint son point le plus haut depuis 2001¹.

Sur la période observée (2009-2017), 2017 correspond à un maximum pour le Luxembourg, l'Irlande et la France. Le Luxembourg, après une année 2016 moins fructueuse (+ 115 milliards d'euros) retrouve son rythme très soutenu de la période 2012-2015, avec 42% du total des souscriptions nettes en 2017 (365 milliards d'euros). L'Irlande, avec + 255 milliards de flux, double en 2017 son rythme déjà élevé de souscriptions nettes annuelles. Enfin, la France enregistre également un montant notable de flux (+ 55 milliards d'euros) comparativement à la période 2010-2016 (- 28 milliards d'euros de flux cumulés).

Flux nets annuels en France et dans la zone euro depuis 2010

(en milliards d'euros)



Sources : Banque de France et BCE.

En France, la collecte a été particulièrement élevée sur les fonds obligataires (60% des souscriptions nettes de la zone euro) et les actions en 2017, notamment grâce aux fonds indiciels cotés (*Exchange Traded Funds – ETF*), cf. encadré 3. Les fonds obligataires ou mixtes concentrent effectivement les plus gros flux dans une majorité de pays. Les fonds actions enregistrent une collecte nette positive dans tous les pays, fait notable pour la France qui enregistre des souscriptions nettes positives sur ce type de fonds pour la première fois depuis 2010.

¹ L'année 2001 correspond au début de la période disponible pour les données agrégées au niveau de la zone euro.



Selon la localisation des fonds, la rotation des investisseurs ⁵ peut varier du simple au triple : dans les fonds espagnols, irlandais, luxembourgeois ou français par exemple, les investisseurs sont très mobiles, avec un montant d'entrées et de sorties annuelles comparable au montant de l'encours sous gestion de chacun de ces pays. La rotation est plus faible aux Pays-Bas et en Allemagne, avec des entrées et des sorties dans leurs fonds atteignant seulement 30% de l'encours sous gestion annuel. Cette mobilité plus faible dans ces deux pays peut s'expliquer par le poids important des fonds de pension nationaux ⁶ dans les secteurs investisseurs : ces derniers représentent potentiellement des investisseurs de plus long terme, ce qui entraîne mécaniquement moins de volume de souscriptions et de rachats de parts.

2 Hétérogénéité des placements et des investisseurs

Une répartition entre catégories de fonds variable selon les pays

En moyenne, dans la zone euro, les fonds actions, obligations et mixtes sont de taille comparable et représentent ensemble 80% du total de l'encours. Entre 2009 et 2017, la répartition par catégorie de fonds est quasi stable en moyenne (cf. tableau 2).

Avec 30% de l'encours, les fonds obligations pèsent seulement 16% en nombre de fonds, illustrant l'importance des encours gérés par chaque fonds. Pour les autres fonds, le rapport est inversé.

Dans chaque pays, le cumul des fonds actions/obligations/mixtes reste très majoritaire (70% au minimum).

ENCADRÉ 2

Des critères de classification des fonds non harmonisés au niveau européen

Pour les besoins statistiques européens, les fonds d'investissement sont regroupés selon six catégories : actions, obligations, mixtes, immobiliers, *hedge funds* et autres fonds. La répartition est fondée sur la nature des actifs sous-jacents : ainsi un fonds « actions » doit investir « majoritairement » en actions. Les fonds mixtes investissent en actions et en obligations sans prédominance de l'un des deux instruments. La catégorie « autres fonds » regroupe les fonds ne faisant partie d'aucune des cinq autres catégories. En France, elle intègre les catégories de fonds d'épargne salariale, fonds à risques et les fonds à formule, selon la classification retenue par l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Les définitions statistiques européennes des catégories des fonds sont au final peu restrictives, laissant des marges de manœuvre au niveau national pour déterminer les seuils d'investissement : en France, par exemple, selon le cadre réglementaire de l'AMF, un fonds actions doit être exposé au minimum à 60% en actions pour bénéficier de cette appellation tandis que le seuil d'exposition est de 85% d'actions pour cette même catégorie au Luxembourg. Ainsi, deux fonds d'une même catégorie mais de nationalité différente peuvent avoir une structure de portefeuille sensiblement différente. Dans ce contexte, cet article analyse d'une part les poids respectifs de chaque catégorie de fonds et d'autre part la structure du portefeuille agrégé des fonds, indépendamment des catégories de fonds à des fins de comparabilité entre pays.

T2 Évolution des fonds d'investissement de la zone euro par catégorie entre 2009 et 2017

(parts et variations, en %)

| | Actions | Obligations | Mixtes | Immobilier | Hedge | Autres |
|------------------------------|---------|-------------|--------|------------|-------|--------|
| Encours en 2017 | 29 | 30 | 26 | 5 | 3 | 8 |
| Variation par rapport à 2009 | - 1 | - 2 | 1 | 0 | 1 | 0 |
| Nombre en 2017 | 22 | 16 | 26 | 9 | 3 | 23 |
| Variation par rapport à 2009 | - 1 | - 3 | - 2 | 8 | 0 | 2 |

Sources : Banque de France et BCE.

⁵ Rapport entre la somme du montant des souscriptions et des rachats annuels des investisseurs, et l'encours moyen sous gestion.

⁶ Les fonds de pension aux Pays-Bas et en Allemagne représentent respectivement 1 400 milliards et 630 milliards d'euros au 3^e trimestre 2017, soit 80 % du marché total de la zone euro (source BCE).



T3 Part des fonds d'investissement par pays et par catégorie en 2017

(en %)

| | Actions | Obligations | Mixtes | Immobilier | Hedge | Autres |
|------------|---------|-------------|--------|------------|-------|--------|
| Luxembourg | 33 | 35 | 24 | 2 | 4 | 2 |
| Irlande | 38 | 33 | 12 | 1 | 8 | 8 |
| Allemagne | 15 | 21 | 47 | 9 | 0 | 8 |
| France | 27 | 22 | 28 | 7 | 0 | 17 |
| Pays-Bas | 38 | 31 | 2 | 12 | 3 | 15 |
| Italie | 11 | 35 | 37 | 15 | 2 | 0 |
| Espagne | 14 | 28 | 22 | 0 | 1 | 35 |
| Belgique | 28 | 11 | 56 | 0 | 0 | 6 |
| Autriche | 15 | 39 | 41 | 4 | 0 | 0 |

Sources : Banque de France et BCE.

Des différences assez marquées apparaissent toutefois entre les catégories selon les pays (cf. tableau 3) :

- les fonds mixtes présentent la plus forte dispersion : d'un poids moyen de 25% de l'encours total, ils sont prédominants dans certains pays (56% en Belgique et 47% en Allemagne) mais très peu développés dans d'autres (2% aux Pays-Bas et 12% en Irlande) ;
- les fonds actions présentent également un poids très variable selon les pays : la part des fonds actions

irlandais (38%) est deux à trois fois plus importante que celle des fonds actions allemands (15%) ou italiens (11%) ;

- les fonds immobiliers sont plus marginaux dans la plupart des pays, mais leur place est plus importante en Italie (15% de l'encours) et aux Pays-Bas (12%) ;
- les fonds français se situent dans la moyenne de la zone euro avec toutefois une part importante des autres fonds (17%) en raison du poids de l'épargne salariale.

ENCADRÉ 3

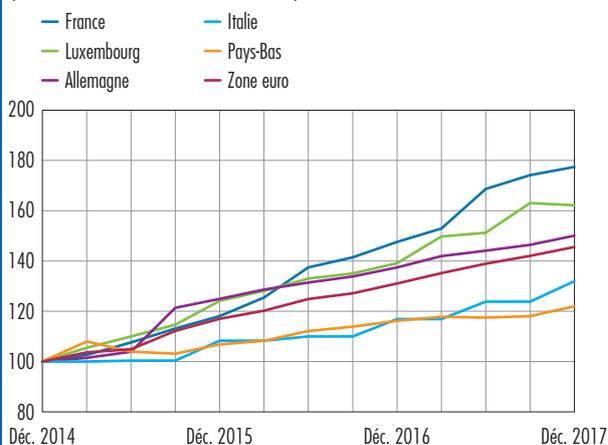
Attractivité des fonds immobiliers et des fonds indiciels cotés en France

Les fonds immobiliers et les fonds indiciels cotés (*Exchange Traded Funds – ETF*) sont particulièrement dynamiques en France et représentent 60% des 73 milliards d'euros de flux cumulés par l'ensemble des fonds de droit français observés depuis 2015.

Les fonds immobiliers français arrivent en deuxième position en termes de souscriptions nettes sur les trois dernières années (+ 27 milliards d'euros, derrière l'Allemagne avec 44 milliards d'euros) avec une progression de l'actif net sous gestion de 80% (cf. graphique a), et en troisième position en termes d'encours dans la zone euro (100 milliards d'euros), derrière les Pays-Bas (115 milliards d'euros) et l'Allemagne (201 milliards d'euros).

Ga Croissance des fonds immobiliers dans la zone euro

(base 100 en décembre 2014)



Sources : Banque de France et BCE.

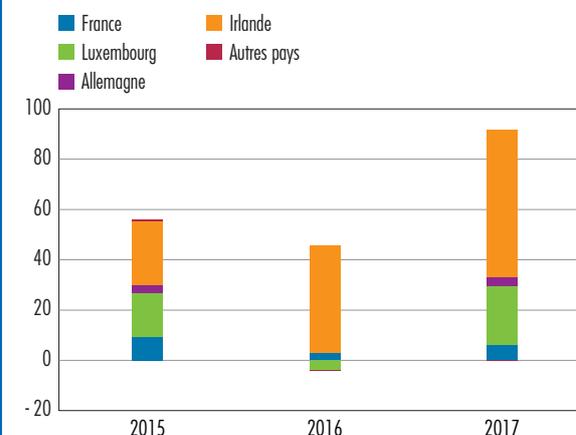
.../...



Les ETF consistent à répliquer les performances d'un indice de référence (CAC40, EUROSTOXX, etc). Ces fonds offrant des frais de gestion réduits sont particulièrement développés en Irlande et, dans une moindre mesure, au Luxembourg et en France. Ces trois pays concentrent 90 % de l'encours total. En France, l'encours des ETF se situe à 82 milliards d'euros et est composé à 75 % de fonds actions. Depuis 2015, la dynamique est inversée entre fonds actions ETF et non ETF : les ETF enregistrent une collecte de 13 milliards d'euros, alors que les fonds actions hors ETF sont en décollecte de 15 milliards d'euros (cf. graphique b) sur la période.

Gb Flux nets et encours des fonds indiciels cotés

(en milliards d'euros)



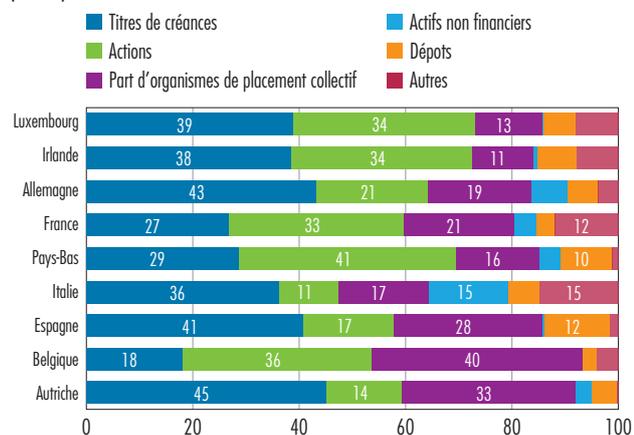
Sources : Banque de France et BCE.

Une structure des portefeuilles tout aussi hétérogène

La répartition des placements par type d'instrument et par pays (graphique 6) montre des différences marquées en termes de structure : les fonds néerlandais investissent une large part de leurs actifs (41 %) en actions tandis que les fonds allemands et espagnols sont exposés à plus de 40 % en titres de créances. La France, le Luxembourg et l'Irlande présentent des investissements relativement équilibrés entre actions et titres de créances. Les fonds possèdent également des parts d'autres organismes de placement collectif (OPC) pour des montants non négligeables (de 11 % pour l'Irlande à 40 % pour l'Italie).

G6 Actif des fonds d'investissement de la zone euro par type d'instrument en 2017

(en %)



Sources : Banque de France et BCE.

Dans l'ensemble, la structure des portefeuilles par classe d'actif sous-jacent reflète assez fidèlement la répartition par catégorie de fonds (cf. section 2). Toutefois, l'Allemagne et l'Espagne sont quelque peu atypiques à cet égard : leurs fonds obligataires pèsent respectivement 21 % et 28 % du bilan total des fonds alors que la part des titres de créance dans le portefeuille des fonds est nettement supérieure (respectivement 43 et 41 %) ce qui s'explique par une dominante de titres obligataires dans leurs fonds mixtes.

Depuis 2009, cette répartition des instruments en portefeuille a peu fluctué pour l'ensemble de la zone euro. Toutefois, dans certains pays, des changements d'allocation d'actifs sont notables depuis 2009 : les parts d'OPC ont augmenté significativement au détriment des titres de créances. C'est le cas notamment en Belgique (+ 23 pp de part d'OPC), en Espagne (+ 17 pp) et en Allemagne (+ 9 pp), traduisant une augmentation de l'auto-détention des fonds avec pour corollaire un degré d'interconnexion accrue du secteur et une corrélation plus forte de leur performance.

Au passif des fonds, en moyenne 90 % des ressources proviennent des investisseurs par le biais des souscriptions de parts. En effet, les OPC ont peu d'endettement à leur bilan, le niveau de levier par endettement étant contraint règlementairement pour la plupart des catégories de fonds.



Des financements d'investisseurs résidents se dirigent vers des agents non-résidents

Les placements (l'actif des fonds) sont géographiquement plus diversifiés ⁷ que la base des investisseurs (le passif), cf. graphique 7. Au moins 80% des investisseurs sont résidents, sauf au Luxembourg et en Irlande. En effet, ces deux pays comptent une large proportion d'investisseurs non-résidents (90%), dont respectivement 43% et 61% de pays hors de la zone euro. En France, les non-résidents représentent 13% des investisseurs et sont en majorité ressortissants de la zone euro.

En revanche, les placements se caractérisent par une globalisation financière plus forte puisque, à l'exception de l'Italie, les titres en portefeuille sont majoritairement émis par les non-résidents, majoritairement situés dans la zone euro. Les Pays-Bas, le Luxembourg et surtout l'Irlande se caractérisent par la part importante de leur portefeuille investie dans des titres émis en dehors de la zone euro, 40% dans les deux premiers cas et 60% pour l'Irlande. Les investissements en titres résidents restent toutefois substantiels en Italie (50%), en Espagne (43%) et en France (40%).

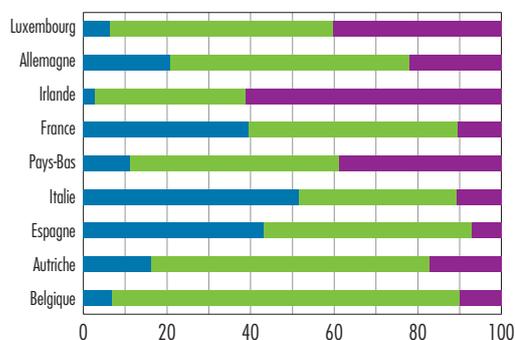
Cette répartition géographique n'est pas corrélée à la nature du titre détenu en portefeuille : les émissions résidentes sont constituées davantage d'actions pour la France et pour l'Allemagne alors que celles des autres pays sont bien réparties entre titres de créances et actions.

Depuis 2009, la part des non-résidents progresse, aussi bien pour les titres acquis par les fonds (gain de 1 à 3 pp), que pour les souscripteurs à ces même fonds

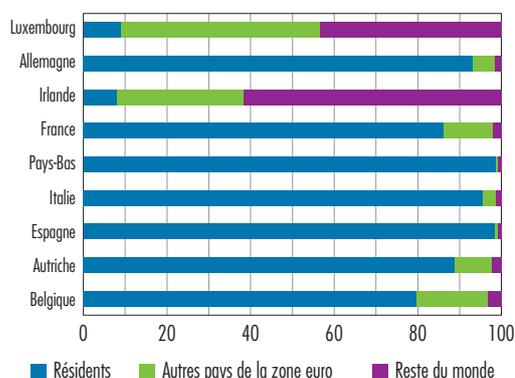
G7 Répartition des placements et des investisseurs par zone géographique en 2017

(en %)

Placements (Actif) ^{a)}



Investisseurs (Passif) ^{b)}



a) Les placements (Actif) représentent la somme des actions, des titres de dettes et des parts d'organismes de placement collectif non résidents.

b) Les investisseurs (Passif) correspondent aux actifs nets.

Sources : Banque de France et BCE.

(gain de 5 à 10 pp). Les effets attendus du passeport européen et de la commercialisation transfrontière au niveau européen apparaissent toutefois limités, à l'exception du Luxembourg et de l'Irlande qui en sont les principaux bénéficiaires.

⁷ Voir les articles du *Bulletin de la Banque de France*, n° 205 « La destination finale des placements financiers des ménages avant et pendant la crise » (A.Bachelier, C.Charavel et C.Pfister), et n° 214 « Où s'investit l'épargne des Français ? » (E.Candus, C.Pfister et F.Sédillot).



ENCADRÉ 4

Les fonds d'investissement au cœur de l'intermédiation financière

Les institutions financières représentent les deux tiers des investisseurs dans les organismes de placement collectif (OPC), + 4% par rapport à 2009, et près d'un tiers des titres détenus par ces organismes (part en légère baisse par rapport à 2009). Ces interconnexions allongent la chaîne de l'intermédiation financière et sont plus ou moins marquées selon les pays.

Avec moins de 25% des investisseurs, le secteur financier a un poids limité en Belgique, en Italie et plus encore en Espagne où les investisseurs sont principalement et directement des ménages. Il apparaît en revanche prédominant aux Pays-Bas et en Irlande, où il représente plus de 85% des investisseurs. Concernant les placements des fonds, la part du secteur financier varie de 22% à 37% et connaît des évolutions variées selon les pays (cf. tableau a).

Ta Évolution de la part du secteur financier dans les fonds d'investissement entre 2009 et 2017

(parts et variations, en %)

| | Placements ^{a)} | | Investisseurs | |
|------------------|--------------------------|------------------------------|---------------|------------------------------|
| | Part en 2017 | Variation par rapport à 2009 | Part en 2017 | Variation par rapport à 2009 |
| Zone euro | 32 | - 0,9 | 66 | 4,1 |
| Luxembourg | 36 | 0,7 | 58 | 0,8 |
| Allemagne | 35 | - 4,1 | 73 | 4,6 |
| Irlande | 37 | 3,9 | 87 | - 4,5 |
| France | 25 | 3,4 | 68 | 3,4 |
| Pays-Bas | 22 | - 4,3 | 96 | 3,6 |
| Italie | 22 | 6,2 | 20 | 3,8 |
| Espagne | 27 | - 24,0 | 9 | - 4,9 |
| Autriche | 35 | - 2,3 | 61 | 0,4 |
| Belgique | 35 | - 12,2 | 25 | 16,9 |

a) Actions et titres de créances.

Sources : Banque de France et BCE.

Les fonds d'investissement jouent également un rôle de financement de l'économie puisque les sociétés non financières représentent 47% des titres détenus par les OPC de la zone euro, en augmentation de 9% depuis 2009 (cf. tableau b). En France, leur poids est encore plus conséquent avec 63% des titres détenus, en progression de 5% depuis 2009, reflétant le développement du financement de marché des entreprises. Les récentes dispositions européenne et nationale permettant aux fonds d'octroyer directement des prêts aux entreprises (règlement européen sur les fonds d'investissement à long terme – ELTIF – en janvier 2016, et décret du 24 novembre 2016) et la croissance des fonds de capital investissement devraient accentuer cette tendance.

Tb Actif – Titres émis par les sociétés non financières

(parts et variations, en %)

| | Zone euro | Luxembourg | Irlande | Allemagne | France | Pays-Bas | Italie | Espagne | Autriche | Belgique |
|------------------------------|-----------|------------|---------|-----------|--------|----------|--------|---------|----------|----------|
| 2017 | 47 | 47 | 43 | 43 | 63 | 32 | 29 | 26 | 28 | 58 |
| Variation par rapport à 2009 | 9 | 11 | - 5 | 14 | 5 | 1 | 14 | 10 | 13 | 11 |

Sources : Banque de France et BCE.

Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Nelly Noulin

Directeur de la publication

Gilles Vaysset

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

Rédaction en chef

Corinne Dauchy

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

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

Rubrique « Abonnement »

