

# Une nouvelle norme de construction et de diffusion des statistiques d'investissements directs

**Bruno TERRIEN**

*Direction des Enquêtes et Statistiques sectorielles*

*Service des Investissements directs*

*Le FMI, l'OCDE, la CNUCED et tous les organismes internationaux qui diffusent des statistiques sur les investissements directs à l'étranger (IDE) font état d'une augmentation ininterrompue des flux au plan mondial au cours des dernières années (sauf en 2008 du fait de la crise financière). Cette augmentation peut être pour partie mise en relation avec des phénomènes tels que la constitution de groupes multinationaux toujours plus puissants au moyen d'opérations de fusion-acquisition transfrontières ou l'extension de la mondialisation à de nouveaux pays émergents et en développement.*

*Il apparaît cependant que dans certains pays, dont la France, l'augmentation des IDE concerne tant les investissements entrants que les investissements sortants et porte notamment sur les prêts intra-groupe. De telles caractéristiques traduisent l'impact sur les statistiques de la mise en place de structures de financement à l'échelle continentale ou mondiale par de nombreux groupes internationaux. En particulier, la création d'entités à vocation spécifique (EVS), spécialisées dans le financement ou la centralisation de trésorerie au sein des groupes, conduit au développement considérable des prêts croisés intra-groupe et majore artificiellement les flux d'IDE entrants et sortants tout en déformant les ventilations géographique et sectorielle de ces derniers. C'est pourquoi l'OCDE recommande, dans la nouvelle édition de la Définition de référence des investissements directs internationaux (2008), de diffuser des données corrigées de ce type de mouvements. Les données ainsi corrigées, plus intelligibles et plus significatives, ont vocation à devenir, d'ici quelques années, la principale norme de diffusion des statistiques d'investissements directs au plan international.*

*Cet article compare, pour la France, les statistiques d'investissements directs traditionnelles et les données établies conformément à la nouvelle méthodologie recommandée par l'OCDE<sup>1</sup>. La correction des données, qui consiste à reclasser les prêts intra-groupe en fonction du pays de résidence de la tête de groupe, ne modifie pas le solde net des investissements directs, mais fait apparaître une diminution sensible des prêts entre affiliés dans les deux sens. Ainsi, en 2008, les flux d'investissements directs français à l'étranger, toutes opérations confondues, passent de 136,8 milliards d'euros à 80,1 milliards, tandis que les investissements directs étrangers en France reculent de 66,3 milliards à 9,7 milliards. La ventilation géographique établie sur les données corrigées réduit également l'importance, en tant que pays de provenance ou de destination des investissements directs, de pays réputés accueillir un nombre important d'EVS (le Luxembourg notamment). Si l'impact semble moins marqué pour la ventilation par activité économique (notamment pour les investissements entrants), on constate néanmoins une réduction du poids des services aux entreprises (dont les sociétés holdings font partie) parmi les secteurs résidents investissant à l'étranger.*

*L'application des nouvelles recommandations de l'OCDE donne lieu en outre à une réduction des stocks d'investissements directs entrants et sortants, même si la position nette demeure inchangée. Ainsi, le stock des investissements directs français à l'étranger en valeur comptable fin 2008 est réduit de 30 % pour s'établir à 697,4 milliards d'euros (au lieu de 1 003,8 milliards), alors que le stock des investissements directs étrangers en France est revu à la baisse de 43 %, à 406,0 milliards (au lieu de 712,4 milliards).*

Mots-clés : Investissements directs, IDE, fusions-acquisitions, balance des paiements, position extérieure

Codes JEL : F21, F23, G34

<sup>1</sup> En revanche, les données mises à la future norme internationale ne peuvent pas encore être comparées à celles d'autres pays, la France étant, à la date de publication de cet article, parmi les rares pays à les diffuser.

## I | Des statistiques d'investissements directs de plus en plus difficiles à interpréter

### I | I Une complexité accrue des relations intra-groupe des firmes multinationales

Dans la plupart des secteurs d'activité, on compte, à l'échelle mondiale, plusieurs groupes multinationaux qui disposent d'un large réseau international de filiales. Ces filiales, implantées dans toutes les zones géographiques, souvent également dans des pays à fiscalité favorable, sont susceptibles d'effectuer diverses opérations pour le compte du groupe dans son ensemble. Elles peuvent ainsi se voir déléguer la création de nouvelles entreprises, la reprise de sociétés déjà existantes, la centralisation à l'échelle régionale, européenne par exemple, du financement du groupe, une émission obligataire sur les marchés internationaux, une levée de fonds auprès d'un syndicat bancaire, etc.

À ce titre, les entités à vocation spécifique (EVS)<sup>2</sup>, jouent un rôle déterminant. S'il n'existe pas à l'heure actuelle de définition officielle des EVS à proprement parler, elles peuvent être identifiées par les caractéristiques suivantes :

- les EVS sont des entités légales, immatriculées au registre du commerce et sujettes aux diverses obligations légales et fiscales du pays dans lequel elles résident ;
- les EVS sont contrôlées de façon ultime par un groupe étranger ;
- les EVS ont peu ou pas d'employés et peu ou pas d'activité de production dans le pays dans lequel elles résident. Elles n'y ont qu'une présence physique limitée, voire pas de présence physique du tout ;
- la majeure partie de leur actif et de leur passif correspond à des investissements effectués (directement ou non) par ou dans des pays étrangers ;

• l'activité principale des EVS correspond à la détention de titres de participations de sociétés étrangères pour le compte du groupe auquel elles appartiennent ou au financement d'affiliés non résidents ou encore à la gestion de trésorerie entre les différents affiliés du groupe. La gestion d'une activité locale ne doit représenter qu'une part marginale (voire nulle) de l'activité courante d'une EVS.

Les EVS, souvent constituées pour des motivations fiscales, sont à l'origine de la complexité accrue des relations intra-groupe des firmes multinationales. Deux aspects essentiels des opérations d'investissements directs, à savoir leur financement et leur règlement, peuvent être affectés par l'existence des EVS.

Le premier aspect est le financement des opérations d'investissements directs. Certaines structures spécialisées sont ainsi créées par les groupes pour y loger les financements nécessaires aux autres entités du groupe, par l'émission de titres sur les marchés internationaux ou d'emprunts auprès du système bancaire. Ces structures sont généralement implantées dans certains pays se caractérisant par une fiscalité avantageuse, qui sont souvent différents de ceux dans lesquels s'effectuent réellement les investissements. Dès lors, les fonds passent des pays où ils sont collectés vers les pays où ils sont utilisés, en transitant par les pays de localisation des EVS. Tous ces transferts de fonds sont enregistrés en investissements directs. D'autres EVS peuvent être chargées de centraliser les fonds disponibles au sein du groupe : dans ce cas, elles reçoivent les fonds des entités en excédent de trésorerie pour les répartir entre les entités qui ont des besoins de financement. Toutes ces transactions donnent lieu à autant de transactions d'investissements directs.

Les EVS affectent également les investissements directs sous l'angle du règlement des opérations. Il peut arriver qu'une acquisition effectuée entre deux pays donnés soit à l'origine de règlements réalisés par et/ou au profit des centres de trésorerie implantés dans des pays tiers. Cette déconnexion entre transaction « réelle » et flux de règlement est d'autant plus importante que le degré d'intégration économique et financière à l'échelle régionale ou internationale est élevé.

2 Ces entités sont également connues sous leur acronyme anglais, SPEs, pour special purpose entities.

Au total, les EVS, en affectant le mode de financement et de règlement des opérations d'investissements directs, contribuent à une circulation des fonds entre affiliés de plus en plus complexe. Deux phénomènes prennent une ampleur grandissante :

- les « capitaux en transit » (*capital in transit*) désignent les fonds qui, pour aller d'un affilié vers un autre, transitent par un ou plusieurs affiliés. Les entités intermédiaires, qui se situent entre les deux extrémités de la chaîne ne font que transférer les fonds qu'elles reçoivent vers d'autres affiliés. Les centres de trésorerie sont un exemple de ces entités intermédiaires puisqu'ils redistribuent vers les entités ayant des besoins de trésorerie les fonds qu'ils ont reçus des entités en excédent de trésorerie ;
- les « boucles d'investissements » (*round tripping*) correspondent aux fonds qui sont transférés d'une entité vers un affilié non résident et qui reviennent (en tout ou partie, directement ou non) vers l'entité d'origine.

## I | 2 L'impact sur les statistiques d'investissements directs

La complexité accrue des circuits de financement et de règlement entre affiliés se traduit par des difficultés croissantes à enregistrer et interpréter les statistiques d'investissements directs. L'existence des EVS est en effet à l'origine de la fongibilité entre les différents types d'opérations d'investissements directs et de la déformation de la ventilation géographique ou sectorielle des statistiques d'investissements directs.

En balance des paiements, on distingue trois catégories d'investissements directs : les opérations en capital social (qui correspondent aux acquisitions ou aux cessions de titres de participation dans des sociétés non résidentes), les bénéfices réinvestis (qui sont la partie du résultat courant de la filiale non remontée sous forme de dividende vers la maison-mère) et les *Autres opérations* (constituées par l'ensemble des prêts transfrontières à court ou long terme entre affiliés). Lors d'une opération de fusion-acquisition, il est devenu extrêmement commun que l'acquéreur crée un véhicule d'acquisition à l'étranger chargé d'acheter les titres de la société cible. Pour ce faire, l'entité chargée de l'acquisition reçoit de sa maison-mère

le financement de la transaction sous forme de prêt. Ainsi, l'opération de fusion-acquisition ne figure-t-elle pas dans les opérations en capital social, mais dans les *Autres opérations*.

Sur le plan géographique, dans la mesure où la ventilation est basée sur le premier pays de contrepartie, c'est-à-dire sur le pays de provenance ou de destination immédiate des fonds, l'importance des pays où sont localisées les EVS est surestimée au détriment de ceux dans lesquels les investissements ont réellement lieu. De même, la ventilation par secteur d'activité est effectuée à partir de l'activité de la société (non résidente) directement investie. C'est pourquoi les activités des EVS, qui correspondent la plupart du temps aux activités de management de *holdings* ou de *holdings* financières, sont surreprésentées.

Les EVS sont aussi à l'origine d'un gonflement des flux d'investissements directs. En effet, conformément à la méthodologie traditionnelle définie par le FMI<sup>3</sup>, les flux d'investissements directs de la balance des paiements française sont établis selon un principe consistant, dans la plupart des cas, à considérer les avoirs et créances intra-groupe d'entités résidentes vis-à-vis d'entités non résidentes comme des investissements sortants et les engagements intra-groupe d'entités résidentes envers des entités non résidentes comme des investissements entrants. Les deux phénomènes identifiés précédemment (de capital en transit et de boucles d'investissements), qui augmentent les flux de prêts croisés entre entités résidentes et non résidentes d'un même groupe, conduisent donc à une surestimation des flux entrants et sortants.

La déconnexion entre les opérations d'investissements et leurs règlements se traduit par une multiplication inopportune du nombre de transactions enregistrées dans les statistiques d'investissements directs, et ce faisant, par une surestimation de leur montant.

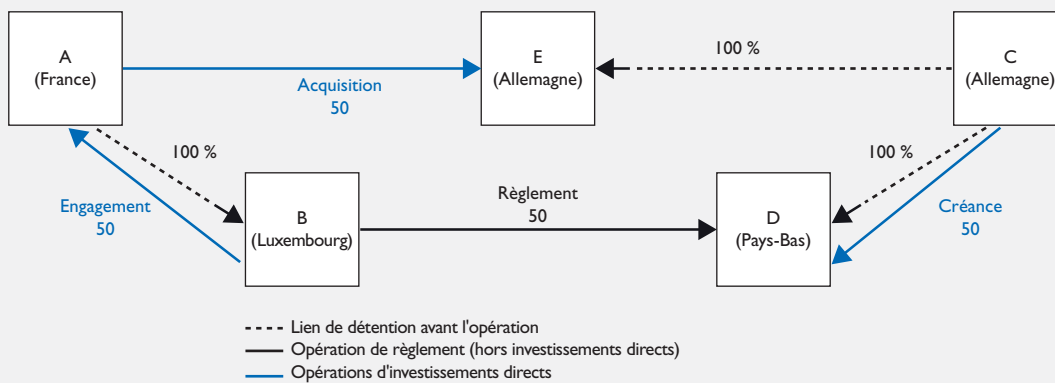
Comme l'illustre l'encadré ci-après, une simple transaction entre deux pays génère ainsi deux enregistrements de sens contraire (un investissement sortant et un investissement entrant) dans les statistiques d'investissements directs des deux pays concernés et apparaît dans celles de deux autres pays, dans la mesure où ces derniers accueillent les centres de trésorerie des groupes. Ceci explique que, sur une période récente, les flux d'investissements directs entrants et sortants semblent non seulement de plus

3 Dans le Manuel de la balance des paiements (cinquième édition) paru en 1993.

ENCADRÉ

**Un exemple de gonflement des flux d'investissements directs**

Considérons le cas d'une entreprise française A qui acquiert (pour une valeur de 50 unités monétaires) une société E en Allemagne. L'opération doit figurer dans les investissements directs français en Allemagne. Cependant, si le règlement est effectué par le centre de trésorerie B du groupe français, situé au Luxembourg, au profit du centre de trésorerie D du groupe allemand C, situé aux Pays-Bas, les statistiques d'investissements directs enregistreront également ces transactions.



Ainsi, les engagements du groupe français vis-à-vis de son centre de trésorerie luxembourgeois augmenteront, puisque ce dernier doit avancer les fonds versés pour le paiement de l'acquisition (transaction qui sera enregistrée comme un investissement luxembourgeois en France), alors que les créances du groupe allemand sur son centre de trésorerie hollandais augmenteront (d'où un investissement direct allemand aux Pays-Bas). Au total, une transaction intéressant a priori uniquement la France et l'Allemagne donnera lieu aux différents enregistrements suivants :

- dans les statistiques françaises d'investissements directs, on observera un investissement sortant (acquisition de la société allemande E) et un investissement entrant (endettement auprès du centre de trésorerie luxembourgeois B qui a effectué le règlement) ;
- dans les statistiques allemandes d'investissements directs, on enregistrera un investissement entrant (acquisition par la France de la société E) et un investissement sortant (créance sur le centre de trésorerie hollandais D qui a reçu le paiement) ;
- dans les statistiques luxembourgeoises d'investissements directs, on verra un investissement sortant (créance du centre de trésorerie B sur la société française A) ;
- et dans les statistiques hollandaises d'investissements directs, figurera un investissement entrant (endettement du centre de trésorerie D vis-à-vis de la société allemande C).

France	
Investissements directs à l'étranger	Investissements directs en provenance de l'étranger
Capital social (Allemagne) : 50	
	Autres opérations (Luxembourg) : 50

Luxembourg	
Investissements directs à l'étranger	Investissements directs en provenance de l'étranger
Autre opérations (France) : 50	

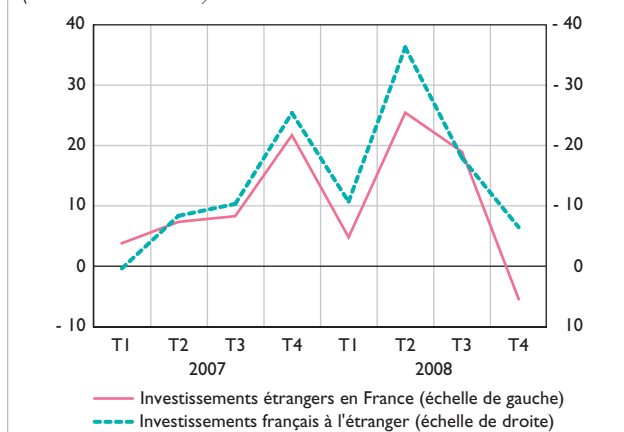
Allemagne	
Investissements directs à l'étranger	Investissements directs en provenance de l'étranger
	Capital social (France) : 50
Autre opérations (Pays-Bas) : 50	

Pays-Bas	
Investissements directs à l'étranger	Investissements directs en provenance de l'étranger
	Autres opérations (Allemagne) : 50

Le règlement de la transaction, qui consiste en un virement du compte bancaire de la société luxembourgeoise B vers le compte bancaire de la société néerlandaise D, sera enregistré dans les balances des paiements du Luxembourg et des Pays-Bas sur la ligne Autres investissements (et non Investissements directs) puisqu'il s'agit d'une opération interbancaire.

**Graphique 1 Comparaison des flux trimestriels des « Autres opérations » en 2007 et 2008**  
(échelle inversée pour les investissements français à l'étranger)

(en milliards d'euros)



en plus corrélés, mais se situent, trimestre après trimestre, à des niveaux similaires (cf. graphique 1).

## 2| Les nouvelles recommandations de l'OCDE

Afin de pallier les difficultés d'interprétation des statistiques d'investissements directs liées à la complexité des relations financières intra-groupe, l'OCDE recommande, dans la nouvelle édition de la *Définition de référence des investissements directs internationaux* (2008) de diffuser des données neutralisant ce type de transactions. Deux recommandations vont dans ce sens, la première consistant à présenter de façon séparée les opérations d'investissements directs des EVS résidentes, la seconde qui recommande de généraliser le principe dit « directionnel » aux prêts entre sociétés sœurs (c'est-à-dire sans lien direct en capital social entre elles ou avec une participation de l'une au capital de l'autre inférieure à 10 %).

### 2| I Le principe directionnel traditionnel

Le principe directionnel détermine la présentation des statistiques d'investissements directs au sein de la balance des paiements depuis la mise en application des règles définies par la cinquième édition du *Manuel de balance des paiements* du FMI. Contrairement aux

autres lignes du compte financier de la balance des paiements, les investissements directs sont présentés en fonction de la direction des investissements (à l'étranger ou en provenance de l'étranger) et non en fonction de la distinction créances vs. engagements. La direction des investissements indique le sens du contrôle ou de l'influence qui sous-tendent une relation d'investissement direct. Le contrôle ou l'influence étant censé s'exercer de l'investisseur direct vers la société investie, le principe directionnel consiste à reclasser créances et engagements des investisseurs directs résidents vis-à-vis des sociétés investies non résidentes comme des investissements à l'étranger. Inversement, les créances et engagements des investisseurs non résidents vis-à-vis de sociétés résidentes investies figurent en investissements directs en provenance de l'étranger. Autrement dit, un prêt effectué par une filiale étrangère à sa maison-mère française est classé dans les investissements français à l'étranger sous la forme d'un désinvestissement (tout se passe comme si l'investisseur réduisait son investissement initial en demandant à sa filiale de lui prêter des fonds que cette dernière aurait pu consacrer à son propre développement).

Ce mode de présentation, outre qu'il indique le sens du contrôle ou de l'influence, permet également d'enregistrer certaines opérations en termes nets. Ainsi, dans le cas d'une boucle d'investissement entre une maison-mère et sa filiale, les flux entrants et sortants sont classés (et se compensent *de facto*) dans les investissements à l'étranger (pour le pays de résidence de l'investisseur) et dans les investissements en provenance de l'étranger (pour le pays de résidence de la société investie).

Les recommandations internationales relatives au principe directionnel s'appliquent sans ambiguïté aux transactions entre les maisons-mères et leurs filiales. Mais une partie très importante des prêts et emprunts entre affiliés s'effectue entre des sociétés sœurs (c'est-à-dire sans lien direct en capital social supérieur à 10 %). Dans ce cas, il n'est plus possible d'identifier de façon évidente le sens du contrôle ou de l'influence puisqu'il n'y a plus, par définition, ni investisseur, ni société investie, mais seulement deux sociétés sœurs. En l'absence de recommandations méthodologiques claires, les pays ont eu des pratiques différentes : une minorité de pays (qui compte cependant les États-Unis, mais aussi l'Irlande ou la Suède) a généralisé, selon des techniques diverses, l'application du principe directionnel aux transactions entre sociétés sœurs.

Les autres, dont la France, ont classé ces transactions selon le principe créances/engagements (les créances figurant dans les investissements à l'étranger et les engagements dans les investissements en provenance de l'étranger).

## 2|2 Le principe directionnel étendu

Dans la nouvelle édition (parue en 2008) de la *Définition de référence des investissements directs internationaux*, l'OCDE a souhaité uniformiser les règles en la matière et recommande désormais l'application du « principe directionnel étendu ». Ce dernier conserve les règles précédentes pour les transactions entre investisseurs directs et sociétés investies (les prêts et emprunts des investisseurs résidents sont classés en investissements à l'étranger tandis que les prêts et emprunts des sociétés résidentes investies figurent dans les investissements en provenance de l'étranger). De plus, le principe directionnel traditionnel est étendu aux prêts intra-groupe entre sociétés sœurs selon la règle suivante : les prêts et emprunts des entités résidentes appartenant à un groupe résident avec des sociétés sœurs étrangères doivent figurer en investissements directs à l'étranger ; inversement, les prêts et emprunts des entités résidentes appartenant à un groupe non résident avec des sociétés sœurs étrangères doivent être recensés en investissements directs en provenance de l'étranger.

S'agissant des « boucles » ou des fonds en transit décrits précédemment (et qui concernent principalement les sociétés sœurs), les transactions seraient toutes reclassées, pour des entités appartenant à un groupe donné, dans la même catégorie de flux, investissements directs à l'étranger ou en provenance de l'étranger. Ainsi, lorsqu'une entité résidente envoie des fonds à une société sœur non résidente, et que cette dernière fait un prêt à une troisième société sœur résidente, les deux transactions seraient classées, non plus respectivement en investissements directs à l'étranger et en provenance de l'étranger, mais soit en investissements directs à l'étranger (lorsqu'il s'agit d'un groupe résident), soit en investissements directs en provenance de l'étranger (s'il s'agit d'un groupe non résident). Les prêts et emprunts entre sociétés sœurs se compenseraient alors en tout ou partie, plutôt que de venir augmenter artificiellement les investissements à l'étranger et les investissements en provenance de l'étranger.

Il est important de noter cependant que la correction des statistiques d'investissements directs apportée par le principe directionnel étendu n'est que partielle puisqu'elle ne s'applique qu'à une catégorie limitée d'opérations : les *Autres opérations*, ou prêts intra-groupe. Les autres transactions (c'est-à-dire les opérations en capital) continuent à être enregistrées selon la méthodologie traditionnelle : ainsi, si une *holding* luxembourgeoise d'un groupe français injecte des fonds dans sa filiale directe (résidant, elle aussi, en France), cette transaction sera enregistrée comme un investissement étranger en France, même si la tête de groupe est française.

Ces deux catégories de statistiques d'IDE ne sont que des modalités de présentation des mêmes données de base. Elles consistent à reclasser dans un sens différent des transactions et des créances ou engagements qui restent de toute façon enregistrés dans la balance des paiements et la position extérieure, ce qui explique que, quel que soit le mode de présentation, le solde net des investissements directs, en flux et en stocks, est conservé.

Le critère fondamental de ce reclassement est le lieu de résidence du groupe auquel appartient une entité économique pour laquelle on enregistre un prêt intra-groupe avec une société sœur non résidente. La résidence d'un groupe est déterminée à partir de la résidence de l'investisseur ultime de ce groupe ; ainsi, un groupe est considéré comme résident dès lors que l'ensemble des entreprises qui le constituent sont contrôlées, directement ou indirectement, par le même investisseur ultime (généralement la maison-mère du groupe) identifié comme résident. L'identification de l'investisseur ultime et de son pays de résidence est effectuée à partir de l'*Enquête sur les liaisons financières* (LiFi) réalisée chaque année par l'INSEE.

L'identification de l'investisseur ultime introduite par le principe directionnel étendu permet en outre de fournir une ventilation géographique différente de celle, traditionnelle, basée sur le premier pays de contrepartie. Il est désormais possible en effet de fournir une ventilation géographique basée sur le pays de résidence de l'investisseur ultime, afin de mieux apprécier l'origine ultime des fonds investis dans un pays. Cette deuxième présentation géographique est d'ailleurs recommandée (sur la base du volontariat) par l'OCDE.

### 3 | L'impact des nouvelles recommandations de l'OCDE sur les statistiques françaises d'investissements directs

#### 3 | I L'impact sur les volumes de flux d'investissements directs

La nouvelle présentation des flux d'investissements directs consiste en un reclassement des prêts et des emprunts par rapport à la présentation traditionnelle. Le solde net des *Autres opérations*, de même que le solde net des investissements directs restent en conséquence inchangés. Cependant, la nouvelle présentation permet d'apporter un éclairage différent, et complémentaire, de la présentation usuelle, conférant davantage de signification économique aux flux d'investissements français à l'étranger et aux flux d'investissements étrangers en France, qui peuvent désormais être analysés indépendamment les uns des autres.

D'une présentation à l'autre, les investissements directs sortants passent de 136,8 milliards (cf. tableau 1) à 80,1 milliards en 2008, tandis que les investissements directs étrangers en France reculent de 66,3 milliards à 9,7 milliards. Le traitement selon le principe directionnel étendu réduit donc les flux d'investissements directs de quelque 57 milliards en 2008 et 42 milliards en 2007.

Sur les années 2000-2008, les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France sont réduits en moyenne de 31 milliards par an, l'écart entre les deux présentations s'accroissant tendanciellement sur la période. Si, selon le nouveau traitement, les investissements directs français restent néanmoins sur une pente ascendante depuis 2004, ce n'est plus le cas des investissements directs étrangers en France, qui, en 2008, retombent aux niveaux de 2003 et 2004, les plus faibles de la dernière décennie.

Les retraitements effectués conformément au principe directionnel étendu conduisent à des conclusions légèrement différentes de celles que l'on peut tirer des statistiques traditionnelles.

**Tableau 1 Comparaison des flux d'investissements directs selon la présentation traditionnelle et selon le principe directionnel étendu en 2007 et 2008**

(en milliards d'euros)

	2007		2008	
	Présentation traditionnelle	Nouvelle présentation	Présentation traditionnelle	Nouvelle présentation
<b>Investissements français à l'étranger (1) (a)</b>	<b>123,5</b>	<b>81,9</b>	<b>136,8</b>	<b>80,1</b>
Capital social	57,4	57,4	52,7	52,7
Bénéfices réinvestis	22,3	22,3	12,6	12,6
Autres opérations	43,9	2,2	71,5	14,8
Entre sociétés avec un lien direct en capital social	- 0,5	- 0,5	14,8	14,8
Entre sociétés sœurs appartenant à un groupe résident	24,9	2,6	18,0	0,0
Prêts	24,9	24,9	18,0	18,0
Emprunts	-	- 22,3	-	- 18,0
Entre sociétés sœurs appartenant à un groupe non résident	19,4	-	38,7	-
Prêts	19,4	-	38,7	-
<b>Investissements étrangers en France (2)</b>	<b>75,9</b>	<b>34,3</b>	<b>66,3</b>	<b>9,7</b>
Capital social	22,7	22,7	15,4	15,4
Bénéfices réinvestis	11,8	11,8	7,0	7,0
Autres opérations	41,3	- 0,3	43,9	- 12,7
Entre sociétés avec un lien direct en capital social	- 3,0	- 3,0	- 5,8	- 5,8
Entre sociétés sœurs appartenant à un groupe non résident	22,1	2,7	31,7	- 7,0
Emprunts	22,1	22,1	31,7	31,7
Prêts	-	- 19,4	-	- 38,7
Entre sociétés sœurs appartenant à un groupe résident	22,3	-	18,0	-
Emprunts	22,3	-	18,0	-
<b>Solde net (2) – (1)</b>	<b>- 47,6</b>	<b>- 47,6</b>	<b>- 70,4</b>	<b>- 70,4</b>

(a) Les investissements directs français à l'étranger sont en signe de balance inversé. Une augmentation des avoirs est signée positivement.

**Tableau 2 Flux d'investissements directs selon la présentation traditionnelle et la nouvelle présentation depuis 2000**

(en milliards d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Investissements français à l'étranger (présentation traditionnelle)</b>	<b>192,6</b>	<b>97,0</b>	<b>53,6</b>	<b>47,1</b>	<b>45,7</b>	<b>92,5</b>	<b>88,2</b>	<b>123,5</b>	<b>136,8</b>
<b>Investissements français à l'étranger (nouvelle présentation)</b>	<b>180,0</b>	<b>67,8</b>	<b>33,7</b>	<b>19,4</b>	<b>24,1</b>	<b>56,4</b>	<b>51,4</b>	<b>81,9</b>	<b>80,1</b>
Capital social	151,1	60,9	41,4	11,8	25,7	27,6	58,3	57,4	52,7
Bénéfices réinvestis	7,8	0,4	- 9,6	1,7	10,5	21,7	25,1	22,3	12,6
Autres opérations (présentation traditionnelle)	33,7	35,6	21,7	33,6	9,5	43,2	4,8	43,9	71,5
Autres opérations (nouvelle présentation)	21,1	6,5	1,9	5,9	- 12,2	7,1	- 32,0	2,2	14,8
<b>Investissements étrangers en France (présentation traditionnelle)</b>	<b>46,9</b>	<b>56,4</b>	<b>52,1</b>	<b>37,7</b>	<b>26,2</b>	<b>68,3</b>	<b>57,3</b>	<b>75,9</b>	<b>66,3</b>
<b>Investissements étrangers en France (nouvelle présentation)</b>	<b>34,3</b>	<b>27,3</b>	<b>32,3</b>	<b>10,0</b>	<b>4,4</b>	<b>32,3</b>	<b>20,4</b>	<b>34,3</b>	<b>9,7</b>
Capital social	29,9	23,1	36,0	15,1	4,2	18,4	21,8	22,7	15,4
Bénéfices réinvestis	2,6	- 2,8	- 4,8	- 1,9	4,8	14,2	9,5	11,8	7,0
Autres opérations (présentation traditionnelle)	14,5	36,2	20,9	24,5	17,2	35,7	26,0	41,3	43,9
Autres opérations (nouvelle présentation)	1,8	7,0	1,1	- 3,2	- 4,6	- 0,4	- 10,8	- 0,3	- 12,7

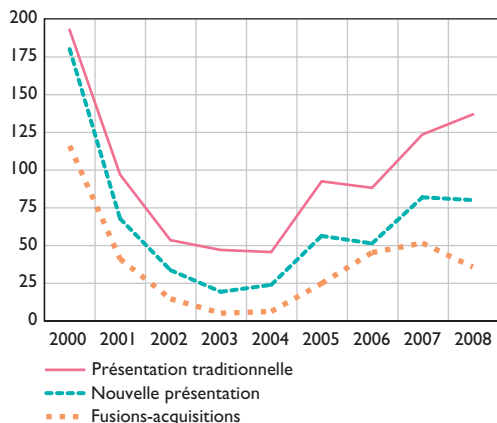
En premier lieu, s'il est exact que les flux d'investissements directs à l'étranger ont progressé depuis 2004, les niveaux atteints en 2007-2008 demeurent nettement inférieurs à ceux du début des années 2000. En outre, l'évolution des données corrigées d'investissements directs reflète beaucoup plus fidèlement celle des opérations de fusions-acquisitions (cf. graphique 2).

Selon la présentation traditionnelle, les investissements étrangers en France auraient atteint un record historique en 2007 et demeureraient à des niveaux élevés en 2008. L'ampleur de cette croissance récente

des investissements étrangers en France est difficile à expliquer : les fusions-acquisitions, si elles ont un peu progressé en 2008, sont restées modérées et les bénéfices réinvestis, bien qu'ayant connu une tendance croissante sur l'ensemble de la période, ne peuvent à eux seuls justifier la hausse des investissements étrangers en France (cf. graphique 3). L'analyse des données établies selon le principe directionnel étendu modifie les conclusions. Ainsi, sur la période 2000-2008, les investissements directs étrangers seraient au mieux demeurés stables, la croissance des bénéfices réinvestis ayant compensé le repli des fusions-acquisitions (cf. graphique 3).

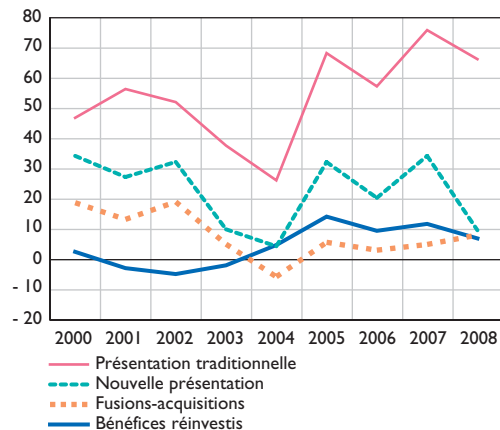
**Graphique 2 Flux d'investissements directs français à l'étranger**

(en milliards d'euros)



**Graphique 3 Flux d'investissements directs étrangers en France**

(en milliards d'euros)



### 3 | 2 L'impact sur les ventilations géographiques

L'application du principe directionnel étendu se traduit également par une modification significative de la ventilation géographique des flux d'investissements directs. Ainsi, selon la présentation traditionnelle, la Belgique, le Luxembourg et les États-Unis sont les trois premières destinations des investissements directs français en 2008. Après reclassement des transactions conformément au principe directionnel étendu, la Belgique et les États-Unis demeurent à leur place respective, mais le Luxembourg est remplacé par l'Égypte<sup>4</sup>. La variation des montants entre les deux types de présentation est particulièrement significative : on constate ainsi une baisse particulièrement importante pour certains pays réputés accueillir un nombre

important d'EVS, tels que le Luxembourg (- 91 % par rapport à la présentation traditionnelle). D'autres pays sont beaucoup moins affectés par le reclassement : c'est le cas des États-Unis (- 29 %, alors que les montants ont baissé en moyenne de 41 %). Enfin, les flux vers l'Italie ou la Chine étaient sous-estimés dans la présentation traditionnelle, puisqu'ils progressent respectivement de 31 % et de 7 % selon la nouvelle présentation. Ceci tient à ce que dans la présentation traditionnelle, les investissements des groupes français en Italie et en Chine ont été en partie compensés par des désinvestissements de filiales françaises de groupes étrangers dans ces deux pays.

Une analyse semblable peut être menée pour les investissements étrangers en France. Comme l'illustre le tableau 4, la comparaison entre la présentation traditionnelle et celle basée sur le principe directionnel

**Tableau 3** Comparaison de la ventilation géographique des flux d'investissements directs français à l'étranger en 2008 selon la présentation traditionnelle et la nouvelle présentation

(montants en milliards d'euros ; variation en pourcentage)

Présentation traditionnelle		Nouvelle présentation		Variation par rapport à la présentation traditionnelle
Pays	Montants	Pays	Montants	
Belgique	45,3	Belgique	43,9	- 3,0
Luxembourg	20,8	Égypte	8,5	- 0,2
États-Unis	11,9	États-Unis	8,4	- 29,2
Pays-Bas	11,6	Pays-Bas	4,9	- 57,6
Égypte	8,6	Suède	3,8	- 15,5
Allemagne	7,6	Russie	3,1	- 2,6
Suisse	5,4	Italie	2,8	31,4
Suède	4,5	Allemagne	1,9	- 74,7
Espagne	4,1	Luxembourg	1,9	- 90,7
Russie	3,2	Brésil	1,6	- 5,1
Italie	2,1	Irlande	1,4	- 29,4
Irlande	2,0	Suisse	1,3	- 75,6
Pologne	1,8	Chine	1,2	6,7
Brésil	1,7	Hong Kong	1,0	- 17,3
Australie	1,2	Japon	0,8	- 23,5
Hong Kong	1,2	Roumanie	0,8	- 14,3
Jersey	1,1	Pologne	0,8	- 55,5
Japon	1,1	Maroc	0,7	- 5,2
Chine	1,1	Australie	0,7	- 40,8
Royaume-Uni	- 10,2	Royaume-Uni	- 17,1	- 68,0
Autres pays	10,7	Autres pays	7,6	- 29,3
<b>Total</b>	<b>136,8</b>	<b>Total</b>	<b>80,1</b>	<b>- 41,4</b>

**Tableau 4** Comparaison de la ventilation géographique des flux d'investissements directs étrangers en France en 2008 selon la présentation traditionnelle et la nouvelle présentation

(montants en milliards d'euros ; variation en pourcentage)

Présentation traditionnelle		Nouvelle présentation		Variation par rapport à la présentation traditionnelle
Pays	Montants	Pays	Montants	
Luxembourg	15,3	Belgique	8,2	- 14,3
Belgique	9,6	États-Unis	4,8	- 41,8
États-Unis	8,3	Égypte	2,8	- 0,7
Pays-Bas	8,2	Chypre	1,6	ns (a)
Allemagne	5,6	Pays-Bas	1,5	- 81,9
Suisse	4,6	Japon	1,0	- 21,0
Royaume-Uni	4,5	Irlande	0,9	- 39,1
Égypte	2,9	Canada	0,7	- 26,5
Irlande	1,5	Finlande	0,6	- 16,0
Pologne	1,4	Suisse	0,5	- 88,8
Japon	1,2	Pologne	0,4	- 71,1
Canada	0,9	Danemark	0,4	- 45,9
Finlande	0,7	Autriche	0,3	- 56,5
Autriche	0,7	Liban	0,3	- 0,9
Danemark	0,7	Norvège	- 0,6	- 17,1
Australie	0,5	Italie	- 1,1	36,9
Norvège	- 0,5	E.A.U. (b)	- 1,5	- 43,6
E.A.U. (b)	- 1,0	Royaume-Uni	- 2,4	- 153,7
Italie	- 1,8	Luxembourg	- 3,6	- 123,3
Espagne	- 1,9	Espagne	- 5,9	- 208,8
Autres pays	5,0	Autres pays	0,8	- 84,4
<b>Total</b>	<b>66,3</b>	<b>Total</b>	<b>9,7</b>	<b>- 85,4</b>

(a) ns : non significatif

(b) E.A.U. : Émirats Arabes Unis

4 L'une des principales opérations de fusion-acquisition de l'année 2008 est relative à l'acquisition par Lafarge de la société égyptienne Orascom Cement.

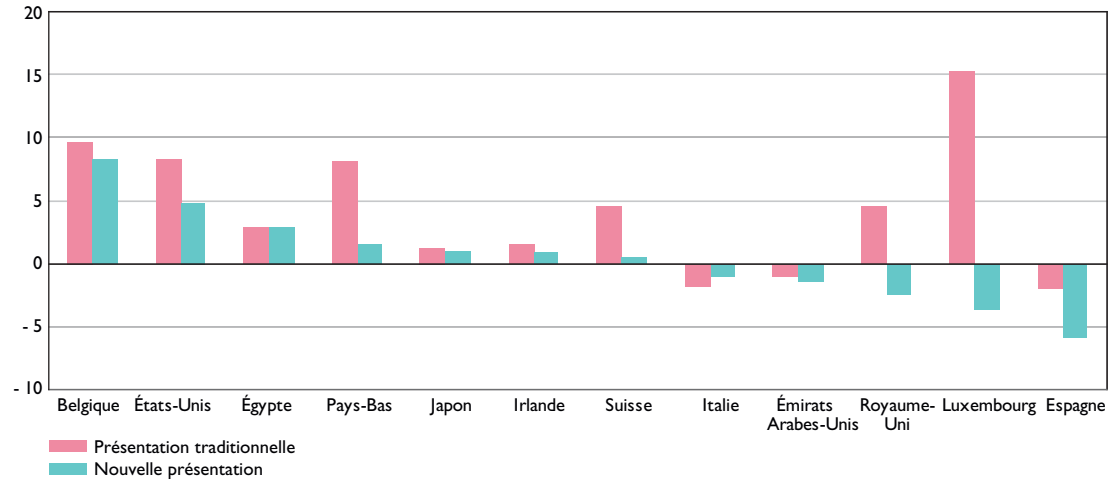
Graphique 4 Principaux pays de destination des investissements directs

(en milliards d'euros)



Graphique 5 Principaux pays d'origine des investissements directs

(en milliards d'euros)



étendu fournit des résultats contrastés. Ainsi, alors que le Luxembourg est le premier pays investisseur en France en 2008 selon la présentation traditionnelle, il est l'un des principaux désinvestisseurs selon la nouvelle présentation. Chypre, qui ne figure même pas dans la liste des quinze premiers investisseurs en France selon la présentation traditionnelle, serait le quatrième pays investisseur en 2008, derrière la Belgique, les États-Unis et l'Égypte. Ces résultats doivent être relativisés dans la mesure où les pays indiqués ici ne correspondent qu'aux premiers pays

de contrepartie. Autrement dit, Chypre n'est pas réellement le quatrième pays investisseur en 2008, mais un certain nombre de groupes étrangers ayant investi en France en 2008 ont transféré leurs fonds *via* Chypre. De façon similaire, le Luxembourg n'est pas nécessairement l'un des pays ayant le plus désinvesti en France en 2008 ; par contre, les groupes étrangers qui ont ponctionné des fonds dans leurs filiales françaises en 2008 ont réalisé ces opérations par l'intermédiaire de leurs filiales luxembourgeoises. En fait, pour avoir une vision plus correcte de la

véritable origine géographique des investisseurs en France, il faut disposer d'une ventilation établie selon le critère de l'investisseur ultime (comme le recommande d'ailleurs l'OCDE).

Le tableau 5 fournit la ventilation géographique, en fonction du pays de l'investisseur ultime, des flux d'investissements directs français à l'étranger et étrangers en France en 2008 établis selon le principe directionnel étendu. Les investissements français à l'étranger corrigés selon le principe directionnel étendu sont essentiellement le fait des groupes français, les groupes étrangers n'occupant plus désormais qu'une place marginale. Par contre, il apparaît que le premier pays investisseur ultime en France en 2008 est... la France elle-même avec un investissement de 4,1 milliards, suivie de la Belgique (3,5 milliards) et des États-Unis (2,3 milliards). Le Luxembourg est remonté au quatrième rang des pays investisseurs (avec un flux de 1,8 milliard, contre 20,8 milliards dans la présentation traditionnelle). La présence de la France comme premier investisseur ultime, reflète le caractère encore incomplet de la correction opérée par le principe directionnel, celle-ci ne s'appliquant qu'aux prêts intra-groupe. Si la France a été le premier investisseur ultime en France en 2008, c'est parce que des filiales non résidentes de groupes français ont effectué des investissements en capital social ou sous forme de bénéfices réinvestis dans leurs filiales françaises.

**Tableau 5 Flux d'investissements directs de la France en 2008 selon le pays de résidence de l'investisseur ultime**

(montants en milliards d'euros)

Français à l'étranger		Étrangers en France	
Pays	Montants	Pays	Montants
France	79,3	France	4,1
Pays-Bas	0,9	Belgique	3,5
Belgique	0,3	États-Unis	2,3
Suède	0,2	Luxembourg	1,8
États-Unis	0,1	Suisse	1,4
Luxembourg	0,1	Pays-Bas	1,2
Italie	0,1	Espagne	- 1,4
Royaume-Uni	- 0,2	Italie	- 1,5
Allemagne	- 0,6	Royaume-Uni	- 3,3
Autres pays	0,0	Autres pays	1,6
<b>Total</b>	<b>80,1</b>	<b>Total</b>	<b>9,7</b>

### 3 | 3 L'impact sur les ventilations sectorielles

L'introduction du principe directionnel étendu a également un impact sur les ventilations par activité économique. Si cet impact est limité pour les flux d'investissements directs étrangers en France (cf. tableau 7), il est important pour les investissements

**Tableau 6 Comparaison de la ventilation par activité économique des flux d'investissements directs français à l'étranger en 2008 selon la présentation traditionnelle et la nouvelle présentation**

(montants en milliards d'euros ; variation en pourcentage)

Présentation traditionnelle		Nouvelle présentation		Variation par rapport à la présentation traditionnelle
Activité économique de l'investisseur	Montants	Activité économique de l'investisseur	Montants	
Industries manufacturières	41,3	Industries manufacturières	26,3	- 36,4
Immobilier et services aux entreprises	27,2	Intermédiation financière	22,0	- 6,9
Intermédiation financière	23,7	Électricité, gaz et eau	5,8	- 1,7
Commerce et réparations	19,1	Immobilier et services aux entreprises	5,4	- 80,0
Électricité, gaz et eau	5,9	Commerce et réparations	4,7	- 75,2
Autres services	2,2	Autres services	1,7	- 20,9
Construction	2,2	Transports et communications	0,4	- 549,9
Hôtels et restaurants	1,1	Hôtels et restaurants	0,4	- 63,9
Industries extractives	0,5	Construction	0,3	- 88,2
Agriculture et pêche	0,1	Agriculture et pêche	0,0	- 52,6
Transports et communications	- 0,1	Industries extractives	- 0,5	- 197,9
Montants non ventilés (b)	13,8	Montants non ventilés (b)	13,5	ns (a)
<b>Total</b>	<b>136,8</b>	<b>Total</b>	<b>80,1</b>	<b>- 41,4</b>

(a) ns : non significatif

(b) Les bénéfices réinvestis de 2008 sont le résultat d'estimations et ne sont pas ventilés par activité économique.

**Tableau 7 Comparaison de la ventilation par activité économique des flux d'investissements directs étrangers en France en 2008 selon la présentation traditionnelle et la nouvelle présentation**

(montants en milliards d'euros ; variation en pourcentage)

Présentation traditionnelle		Nouvelle présentation		Variation par rapport à la présentation traditionnelle
Activité économique de la société investie	Montants	Activité économique de la société investie	Montants	
Immobilier et services aux entreprises	34,6	Immobilier et services aux entreprises	12,9	- 62,8
Industries manufacturières	23,3	Industries manufacturières	8,3	- 64,4
Intermédiation financière	3,2	Intermédiation financière	1,5	- 51,6
Hôtels et restaurants	1,3	Hôtels et restaurants	0,6	- 51,7
Industries extractives	1,1	Autres services	0,3	- 61,8
Autres services	0,7	Électricité, gaz et eau	0,3	- 27,7
Électricité, gaz et eau	0,4	Industries extractives	0,1	- 90,1
Agriculture et pêche	0,0	Agriculture et pêche	0,0	- 77,7
Construction	- 0,1	Construction	- 2,0	ns (a)
Transports et communications	- 2,9	Transports et communications	- 2,4	- 17,1
Commerce et réparations	- 3,1	Commerce et réparations	- 17,4	- 465,8
Montants non ventilés (b)	7,8	Montants non ventilés (b)	7,5	ns (a)
<b>Total</b>	<b>66,3</b>	<b>Total</b>	<b>9,7</b>	<b>- 85,4</b>

(a) ns : non significatif

(b) Les bénéfices réinvestis de 2008 sont le résultat d'estimations et ne sont pas ventilés par activité économique.

français à l'étranger où l'on constate un fort recul des secteurs de l'immobilier et des services aux entreprises, qui comprennent notamment les activités de *holdings* (cf. tableau 6). Les principaux secteurs

investisseurs à l'étranger en 2008 deviennent ainsi, dans la nouvelle présentation, les secteurs industriels, puis ceux de l'intermédiation financière et de la production et distribution d'électricité, gaz et eau.

**Tableau 8 Comparaison des stocks d'investissements directs en valeur comptable selon la présentation traditionnelle et la nouvelle présentation**

(en milliards d'euros)

	2007		2008	
	Présentation traditionnelle	Nouvelle présentation	Présentation traditionnelle	Nouvelle présentation
<b>Investissements français à l'étranger (1)</b>	<b>877,4</b>	<b>628,8</b>	<b>1 003,8</b>	<b>697,4</b>
Capitaux propres	595,7	595,7	649,3	649,3
Autres opérations	281,7	33,1	354,5	48,1
Entre sociétés avec un lien direct en capital social	24,9	24,9	39,8	39,8
Entre sociétés sœurs appartenant à un groupe résident	126,8	8,2	145,3	8,2
Prêts	126,8	126,8	145,3	145,3
Emprunts	-	- 118,5	-	- 137,0
Entre sociétés sœurs appartenant à un groupe non résident	130,0	-	169,3	-
Prêts	130,0	-	169,3	-
<b>Investissements étrangers en France (2)</b>	<b>645,6</b>	<b>397,0</b>	<b>712,4</b>	<b>406,0</b>
Capitaux propres	378,2	378,2	400,6	400,6
Autres opérations	267,4	18,9	311,8	5,4
Entre sociétés avec un lien direct en capital social	29,6	29,6	23,8	23,8
Entre sociétés sœurs appartenant à un groupe non résident	119,2	- 10,8	150,9	- 18,4
Emprunts	119,2	119,2	150,9	150,9
Prêts	-	- 130,0	-	- 169,3
Entre sociétés sœurs appartenant à un groupe résident	118,5	-	137,0	-
Emprunts	118,5	-	137,0	-
<b>Position nette en investissements directs (2)-(1)</b>	<b>- 231,8</b>	<b>- 231,8</b>	<b>- 291,4</b>	<b>- 291,4</b>

### 3 | 4 L'impact sur les stocks d'investissements directs

Après reclassement des prêts intra-groupe conformément aux recommandations de l'OCDE, les stocks d'investissements directs français à l'étranger et étrangers en France à fin 2008 se trouvent réduits d'un peu plus de 300 milliards par rapport à la présentation traditionnelle (cf. tableau 8). Les investissements directs sortants s'établissent à 697,4 milliards (- 30 % par rapport au niveau calculé selon la méthodologie traditionnelle), tandis que les investissements directs étrangers en France reviennent à 406 milliards (- 43 %). Compte tenu des délais d'élaboration et

de traitement des comptes sociaux des entreprises arrêtés à fin 2008, les résultats des enquêtes sur les stocks d'investissements en capitaux propres et sur les encours de créances et engagements financiers intra-groupe ne sont pas encore disponibles à la date de rédaction de cet article. Les stocks d'investissements directs en valeur comptable à fin 2008 repris ici sont donc estimés à partir des encours à fin 2007, des flux d'investissements directs en 2008 et de la prise en compte des variations de change pour les positions en devises.