

213

Bulletin

de la Banque de France

Septembre-octobre 2017



ÉCONOMIE ET FINANCEMENTS INTERNATIONAUX

- La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin de l'année 2016**

Christophe GUETTE-KHITER

À la fin de l'année 2016, les non-résidents détiennent 540 milliards d'euros d'actions des sociétés françaises du CAC 40, sur une capitalisation boursière totale de 1 212 milliards d'euros, soit un taux de détention de 44,5 %, en baisse pour la troisième année consécutive.

5
- Les stocks d'investissements directs de la France**

Ariane HAUTCOEUR et Jean-Luc CAYSSIALS

Les investissements directs contribuent positivement à la position nette de la France et génèrent plus de 40 milliards d'euros de revenus nets en 2016. Ils sont essentiellement constitués de capitaux propres. Les États-Unis sont le premier pays de contrepartie.

15

CRÉDIT ET FINANCEMENT

- Le crédit à la consommation en France et en Europe : tendances récentes et comparaisons internationales**

Simon PERILLAUD et Julien URI

Dans un contexte de stabilisation des taux à un niveau historiquement bas, le crédit à la consommation poursuit sa dynamique. En outre, les ménages français se caractérisent par un recours au crédit à la consommation supérieur à la moyenne européenne.

33

ENTREPRISES

- La reprise de l'activité des PME françaises se confirme en 2016**

Adrien BOILEAU et Maïté LOSTE

La reprise s'accélère pour les PME françaises dont les niveaux d'activité et de la valeur ajoutée s'inscrivent en hausse en 2016. L'investissement redémarre dans tous les secteurs après quatre années de recul.

43
- Choix de la structure de financement et levier optimal des entreprises non financières françaises : 1988-2015**

Adrien BOILEAU, Christophe CAHN, Juan CARLUCCIO et Clément MAZET-SONILHAC

Cette étude analyse l'évolution du levier d'endettement des entreprises non financières en France pendant la période 1988-2015. Le levier initial joue un rôle fondamental dans la dynamique de la structure de financement au cours de la vie de l'entreprise. Les différences initiales entre les entreprises se réduisent au cours du temps, mais ne disparaissent pas : le processus de convergence est incomplet.

55

STATISTIQUES

 <https://www.banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france/dernieres-statistiques-mensuelles-parues-dans-le-bulletin-de-la-banque-de-france.html>

DIVERS

 Documents publiés/parutions

65

Achévé de rédiger le 15 septembre 2017

La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin de l'année 2016

Christophe GUETTE-KHITER
Direction de la Balance
des paiements
Service des Titres

À la fin de l'année 2016, les non-résidents détiennent 540 milliards d'euros d'actions des sociétés françaises du CAC 40, sur une capitalisation boursière totale de 1 212 milliards d'euros, soit un taux de détention de 44,5 %, en baisse pour la troisième année consécutive.

Les non-résidents vendent pour 1,5 milliard d'euros d'actions du CAC 40 en 2016. À l'inverse, les résidents y investissent à hauteur de 8 milliards d'euros.

En retenant le périmètre de l'ensemble des actions cotées – celles incluses dans l'indice phare et les autres – le taux de détention par les non-résidents apparaît relativement moins élevé en France (39 %) que dans les autres grandes économies (plus de 45 %).

Les investisseurs non résidents proviennent pour 45,3 % de la zone euro et pour un tiers des États-Unis, tandis que les parts des pays asiatiques et du Moyen-Orient demeurent globalement faibles.

Pour les entreprises françaises du CAC 40, les revenus tirés de leurs implantations internationales excèdent nettement les dividendes qu'elles versent à leurs actionnaires non résidents. Il en résulte une contribution positive de 31 milliards au solde des transactions courantes de la balance des paiements en 2016.

Mots clés : marché boursier, actions, investissements de portefeuille, taux de détention, non-résidents, CAC 40

Codes JEL : F21, F23, F36, G15, G34

Chiffres clés

44,5 %

le capital des sociétés françaises du CAC 40 détenu par des non-résidents

10

sociétés françaises du CAC 40, sur un total de 35, ont des actionnaires majoritaires étrangers

4,3 milliards d'euros

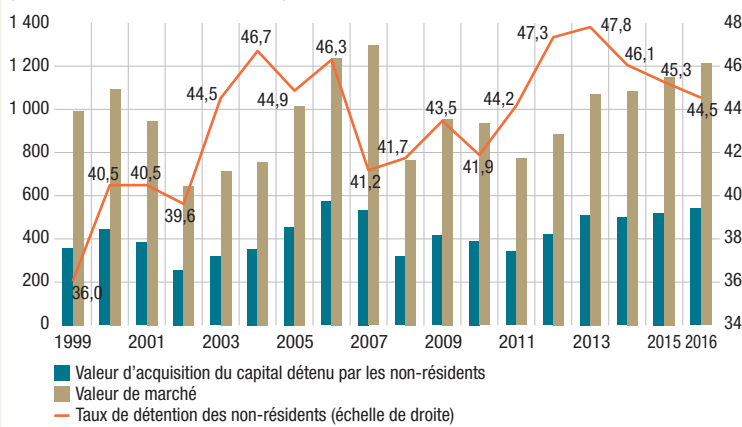
les achats nets d'actions françaises du CAC 40 par les non-résidents en 2016 dans le secteur « pétrole, gaz et matériaux »

3,7 milliards d'euros

les ventes nettes d'actions françaises du CAC 40 par les non-résidents en 2016 dans le secteur des industries

Taux de détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises du CAC 40

(montants en milliards d'euros, taux en %)



Sources : Banque de France (balance des paiements) et Euronext.

1. La détention des actions françaises

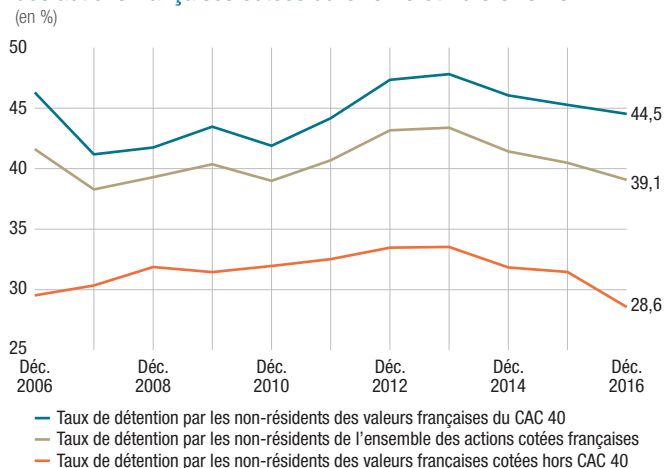
Baisse simultanée de la détention non résidente d'actions du CAC 40 et d'actions cotées hors CAC 40

Au 31 décembre 2016, la part des non-résidents dans la détention des trente-cinq sociétés françaises¹ du CAC 40 s'établit à 44,5 %, en baisse de 0,7 point de pourcentage par rapport à l'année précédente (cf. graphique 1). Cette baisse poursuit le repli engagé en 2014.

La détention non résidente dans le CAC 40 se répartit entre investissements de portefeuille², à hauteur de 90,5 %, et investissements directs individuels, à hauteur de 9,5 %, cette seconde modalité s'inscrivant en hausse de 0,4 point de pourcentage par rapport à 2015.

Hors CAC 40, la participation des non-résidents dans les sociétés françaises cotées baisse de 2,9 points de pourcentage. Sur l'ensemble des actions cotées

G2 Évolution de la détention par les non-résidents des actions françaises cotées du CAC 40 et hors CAC 40

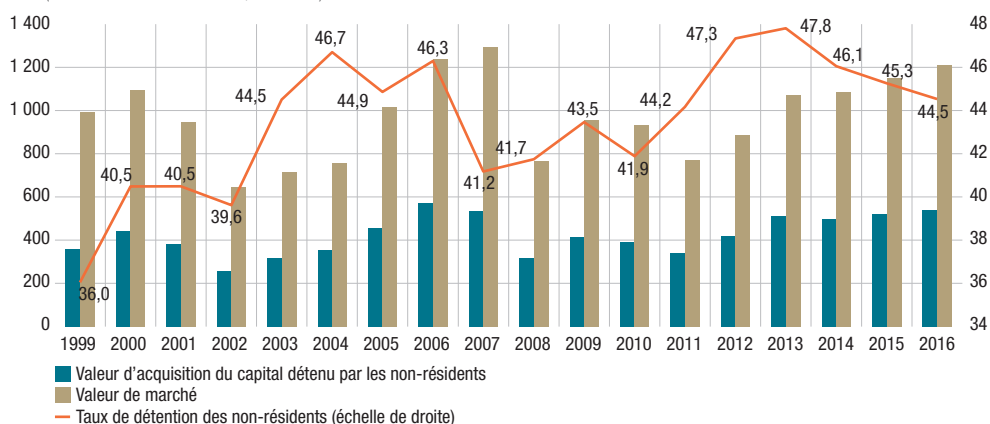


Source : Banque de France (comptes financiers nationaux, balance des paiements).

françaises, le taux de détention par les non-résidents diminue de 1,4 point de pourcentage en 2016, pour s'établir à 39,1 % (cf. graphique 2)³.

G1 Taux de détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises du CAC 40

(montants en milliards d'euros, taux en %)



Sources : Banque de France (balance des paiements) et Euronext.

1 Cinq sociétés du CAC 40 sont exclues du périmètre de cette étude car leur siège social est établi à l'étranger (EADS, LafargeHolcim, Solvay, ArcelorMittal et Nokia, cf. Annexe 1 : composition du CAC 40 en 2016).

2 Sont désignées comme « investissements de portefeuille » les détentions individuelles représentant moins de 10% du total des actions d'une société. Au-delà de ce seuil, ces détentions sont traitées comme des « investissements directs » au sens de la balance des paiements.

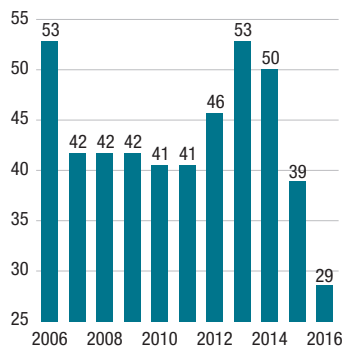
3 Calcul établi à partir de données agrégées de portefeuille. Les sources existantes ne permettent pas de déterminer si la variation est répartie sur l'ensemble des entreprises cotées ou concentrée sur certains secteurs.

Moins de 30 % des sociétés françaises du CAC 40 sont détenues à plus de 50 % par des non-résidents

Au 31 décembre 2016, parmi les trente-cinq sociétés françaises du CAC 40, seulement dix sont détenues par des non-résidents pour plus de la moitié de leur capitalisation boursière, soit quatre de moins par rapport à 2015 et huit de moins par rapport à 2014 (cf. tableau 1 et graphique 3).

Dans l'ensemble, les sociétés qui affichent les baisses les plus importantes du taux de détention par des non-résidents en 2016 étaient parmi les plus investies par les non-résidents en 2015 (cf. graphique 4). Les douze entreprises dont le taux de détention par les non-résidents s'est inscrit en hausse en 2016 étaient investies en moyenne à 43,1 % par des non-résidents en 2015. Les vingt-trois entreprises dont le taux de détention par les non-résidents s'est inscrit en baisse en 2016 étaient investies en moyenne à hauteur de 45,6 %.

G3 Pourcentage de sociétés françaises du CAC 40 détenues majoritairement par des intérêts étrangers
(en %)



Source : Banque de France (balance des paiements).

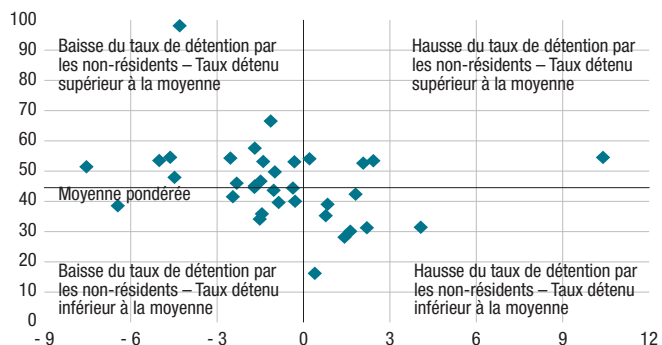
T1 Répartition des sociétés françaises du CAC 40 en fonction de la part du capital détenue par les non-résidents

Part du capital détenue par les non-résidents	Nombre de sociétés investies					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0-25 %	4	2	2	2	1	1
25-50 %	18	17	15	16	21	24
plus de 50 %	15	16	19	18	14	10
TOTAL	37	35	36	36	36	35

Part du capital détenue par les non-résidents	Taux moyen de détention par les non-résidents					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0-25 %	17,4	11,1	12,0	12,0	16,2	16,6
25-50 %	39,2	39,2	39,8	39,0	39,7	40,1
plus de 50 %	58,6	59,5	59,1	57,6	58,3	60,1
Moyenne arithmétique simple	44,7	46,9	48,4	46,8	46,3	45,2

G4 Évolution entre 2015 et 2016 du taux de détention non résident en fonction du rapport à la moyenne à fin 2015

(en abscisse : taux en pourcentage ; en ordonnée : évolution en points de pourcentage)



Source : Banque de France (balance des paiements).

Les non-résidents augmentent leur part de capital dans les sociétés dans lesquelles ils investissent le moins

Depuis 1999, la dispersion des taux de détention par les non-résidents des entreprises françaises du CAC 40 s'est significativement réduite (cf. graphique 5).

En dix-sept ans, le taux de détention par les non-résidents a crû de 15 points de pourcentage (de 16 % à 31 %) pour le premier quart correspondant aux entreprises les moins détenues par l'étranger, tandis que pour le dernier quart, celui-ci est resté stable (56 %)⁴. Sur les trois dernières années, seul le taux de détention par les non-résidents du premier quart, relatif aux sociétés les moins investies par l'étranger, augmente (de 28 % à 31 %).

Une baisse de la détention non résidente pour la plupart des secteurs d'activité

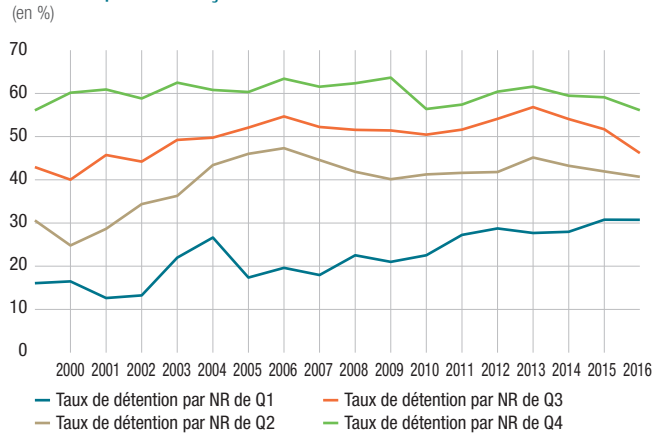
Seul le secteur « pétrole, gaz et matériaux », le plus investi par les non-résidents, enregistre une hausse de sa part de détention non résidente de 2,3 points de pourcentage entre 2015 et 2016. En revanche, tous les autres secteurs connaissent une baisse du taux de détention non résidente. La plus forte diminution provient du secteur « technologies, télécoms », en raison notamment de changements de composition de l'indice.

La détention non résidente des actions cotées françaises est faible en comparaison des autres pays européens

Alors que le taux de détention par les non-résidents de l'ensemble des actions cotées s'établit à 39 % en France fin 2016 (pour 1 841 milliards d'euros de capitalisation), il est supérieur au Royaume-Uni

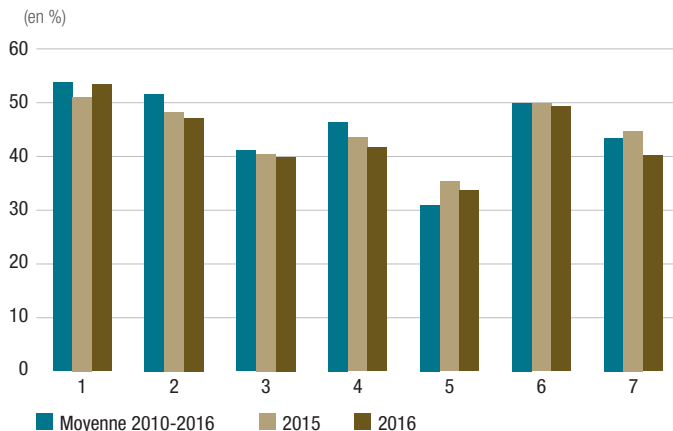
4 Le taux de détention du quartile est la moyenne pondérée par la capitalisation des taux de détention observés pour les entreprises du quartile.

G5 Dispersion des taux de détention par les non-résidents des entreprises françaises du CAC 40



Note de lecture : Les taux de détention des valeurs françaises du CAC 40 sont calculés par quartiles, depuis les 25 % des entreprises les moins détenues à l'étranger (Q1) jusqu'aux 25 % des plus détenues à l'étranger (Q4). Sources : Banque de France (balance des paiements) et Euronext.

G6 Taux de détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises du CAC 40 par secteur d'activité Selon la classification ICB utilisée par Euronext



- 1 Pétrole, gaz et matériaux
- 2 Industries
- 3 Santé, biens de consommation
- 4 Services aux consommateurs
- 5 Services aux collectivités
- 6 Sociétés financières
- 7 Technologies, télécoms

Source : Banque de France (balance des paiements).

et en Espagne (47 %, pour respectivement 2 296 et 634 milliards d'euros de capitalisation), et plus nettement encore en Italie (52 % pour 468 milliards d'euros de capitalisation), en Allemagne (55 % pour 1 676 milliards d'euros de capitalisation), en Belgique (69 % pour 384 milliards d'euros de capitalisation) et aux Pays-Bas (71 % pour 925 milliards d'euros de capitalisation).

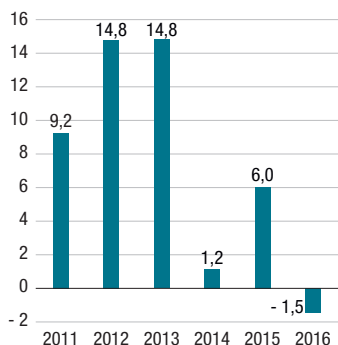
2. Facteurs d'évolution : une incidence forte des flux d'achat

Si l'on considère les titres évalués aux prix de décembre 2015 afin de neutraliser l'impact de la valorisation, les résidents sont acheteurs nets à hauteur de 8 milliards d'euros, alors que les non-résidents, après cinq années consécutives d'achats nets, sont vendeurs nets pour 1,5 milliard d'euros (cf. annexe 2 et graphique 8).

Les non-résidents achètent pour 4,3 milliards d'euros de titres dans le secteur « pétrole, gaz et matériaux » et vendent 3,7 milliards d'euros de titres du secteur des industries (cf. graphique 9).

G8 Flux nets de détention non résidente des actions françaises du CAC 40

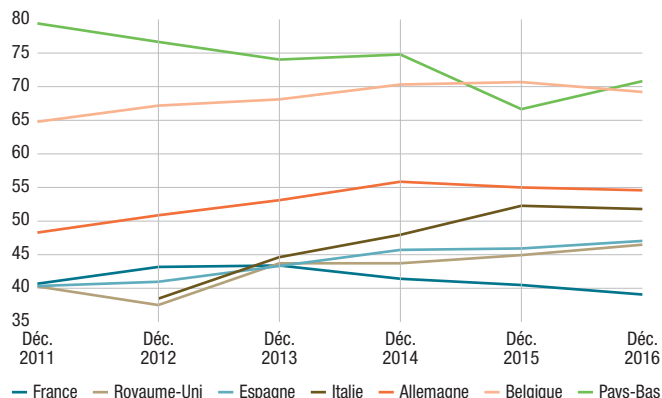
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France (balance des paiements).

G7 Comparaison internationale du taux de détention par les non-résidents de l'ensemble des actions cotées

(en %)



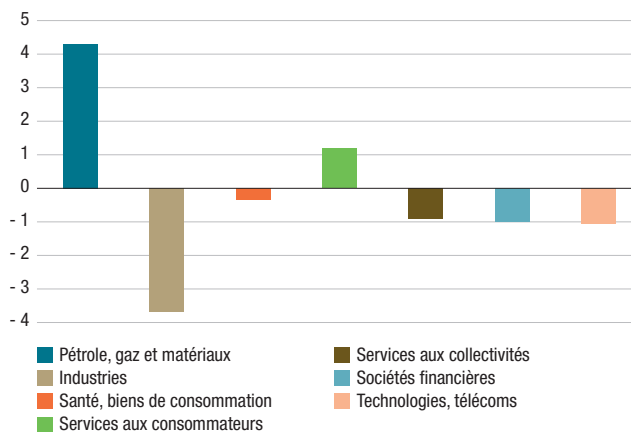
Note de lecture : Les données concernant l'Italie ne sont disponibles qu'à partir de décembre 2012.

Sources : Banque de France (comptes financiers nationaux) et Banque centrale européenne (quarterly sector accounts, securities issues statistics).

G9 Répartition par secteur d'activité des flux nets de détention non résidente des actions françaises du CAC 40

Aux prix du 31 décembre 2015 (hors effet de valorisation) et selon la classification ICB utilisée par Euronext

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France (balance des paiements).

Les changements de composition de l'indice, avec l'entrée de Sodexo, la sortie d'Alstom et le rachat d'Alcatel-Lucent par Nokia qui a son siège à l'étranger, abaissent le taux de détention non résidente des sociétés françaises du CAC 40 de 0,1 point de pourcentage. L'évolution des cours boursiers a un impact plus significatif sur ce taux de détention (-0,2 point de pourcentage).

3. Origine géographique de la détention non résidente des actions et titres d'OPC français : une hausse de la part de la zone euro

À fin 2016, 45,3% des actions et parts d'OPC françaises détenues à l'étranger le sont au sein de la zone euro, 33,3% aux États-Unis et 6,7% au Royaume-Uni (cf. tableau 2). De 2011 à 2016, la part de la zone euro dans la détention non résidente des actions et titres d'OPC français a augmenté de 2,7 points de pourcentage et celle du Royaume-Uni de 0,5 point.

L'enquête annuelle du Fonds monétaire international (FMI) « *Coordinated Portfolio Investment Survey – CPIS*⁵ », à laquelle la Banque de France contribue, détaille la ventilation par pays de la détention de l'ensemble formé par les actions cotées et les titres d'organismes de placement collectif (OPC) français.

4. Revenus versés aux non-résidents par les sociétés du CAC 40

En 2016, les entreprises françaises du « CAC 40 élargi⁶ » ont versé 38,5 milliards d'euros de dividendes à leurs actionnaires, dont 16,5 milliards aux non-résidents. Les recettes tirées par les groupes du CAC 40 de leurs investissements directs à l'étranger sont supérieures aux dividendes versés aux non-résidents (cf. tableau 3). Le CAC 40 contribue donc positivement au solde des transactions courantes, à hauteur de 31,3 milliards d'euros en 2016 (+17,0% par rapport à 2011).

T2 Origine géographique des détenteurs non résidents d'actions et titres d'OPC français

(en %)

	Taux de détention					
	Fin 2011	Fin 2012	Fin 2013	Fin 2014	Fin 2015	Fin 2016 ^{a)}
Zone euro, dont :	42,6	41,0	40,5	43,0	43,5	45,3
Luxembourg ^{b)}	12,6	11,9	12,4	14,8	15,5	15,9
Allemagne	7,6	7,8	7,6	7,4	7,7	7,8
Italie	7,2	6,2	6,4	6,7	6,1	6,7
États-Unis	33,4	34,2	34,3	32,9	32,9	33,3
Royaume-Uni	6,2	7,3	8,9	8,6	8,0	6,7
Norvège	3,7	4,0	3,6	3,5	2,9	3,0
Japon	3,0	2,8	2,3	2,9	2,9	3,0
Canada	2,9	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8
Suisse	3,2	3,0	2,8	2,8	2,5	2,6
Autres ^{c)}	5,0	4,7	4,7	3,3	4,5	3,3

a) Projection en fonction des poids relatifs des non-résidents au 1^{er} semestre 2016, en raison des délais de collecte.

b) La part du Luxembourg inclut les titres détenus par les OPC luxembourgeois, dont les parts peuvent être détenues par des résidents étrangers, dont la France.

c) Au sein de « Autres », les principaux pays sont la Suède (0,77%), l'Arabie Saoudite (0,63%), le Danemark (0,56%), la Corée du Sud (0,42%) et la Chine (0,38%) pour la Chine continentale, 0,47% en y intégrant Hong Kong et Macao).

Sources : Banque de France (balance des paiements) et Fonds monétaire international (enquête CPIS).

T3 Contribution du CAC 40 au solde des transactions courantes

(montants en milliards d'euros, variation en %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Variation 2011-2016
Dividendes versés aux non-résidents par les entreprises françaises du CAC 40 élargi	16,8	16,4	17,9	17,7	16,3	16,5	- 1,6
Recettes nettes d'investissements directs des groupes français du CAC 40 élargi	43,5	46,6	44,9	43,3	45,9	47,8 ^{a)}	+ 9,9
Solde ^{b)}	26,7	30,2	27,0	25,6	29,6	31,3	+ 17,0

a) Projection à partir du poids des groupes du CAC 40 dans les revenus d'investissements directs.

b) Ce solde soustrait aux recettes nettes des groupes du CAC 40 les dividendes versés par les entreprises de l'indice. Les éventuels dividendes versés par les filiales de ces groupes aux intérêts minoritaires non résidents sont exclus du calcul. De même, les recettes des investissements de portefeuille des groupes du CAC 40 ne sont pas incluses dans le calcul.

Source : Banque de France (balance des paiements).

5 L'enquête CPIS menée par le FMI fournit pour près de 80 pays leur position en investissements de portefeuille par type de titre (actions et OPC, titres de dette de court terme et de long terme) et par pays de contrepartie. Les données et explications relatives au CPIS sont disponibles sur le site du FMI : <http://data.imf.org/>

6 Le CAC 40 élargi correspond aux 35 groupes résidents constituant le CAC 40 auxquels ont été ajoutés 7 groupes résidents sortis de l'indice récemment (Air France - KLM, Lagardère, Natixis, Suez Environnement, Technicolor, Thales et Vallourec).

Annexe 1

Sources et méthodes

Composition du CAC 40 en 2016 et champ de l'étude

Pour qu'une société entre dans le champ de l'étude, elle doit appartenir au CAC 40 et le siège social de sa maison-mère doit être situé sur le territoire français. En intégrant le CAC 40 en 2016, Sodexo entre dans la liste des sociétés résidentes constituant le CAC 40. À l'inverse, Alstom et Alcatel-Lucent sortent de cette liste car le premier ne fait plus partie du CAC 40 et le second a été racheté par Nokia, dont le siège social est établi à l'étranger. Le nombre de sociétés résidentes cotées dans le CAC 40 passe donc de 36 à fin 2015 à 35 à fin 2016.

Révision des données

La publication annuelle du rapport de la balance des paiements par la Banque de France¹ donne lieu à des révisions sur les avoirs et engagements français des trois dernières années. Les chiffres publiés dans cet article tiennent compte de ces corrections.

Les révisions sur les détentions de titres proviennent de compléments de collecte auprès des conservateurs, d'intégration de nouveaux investissements directs ou encore de corrections quant à la valorisation de certains titres. En revanche, les données de capitalisation boursière, établies par Euronext, ne donnent pas lieu à révision.

Ainsi, la détention des non-résidents sur les actions du CAC 40 en 2015 est révisée à la hausse par rapport aux données publiées l'an passé, passant de 517,3 à 520,8 milliards d'euros, ce qui entraîne une hausse du taux de détention qui passe de 45 % à 45,3 %.

Ta Liste des 35 sociétés résidentes constituant le CAC 40 au 31 décembre 2016

AccorHotels	Crédit agricole	L'Oréal	Renault	TechnipFMC
Air liquide	Danone	LVMH	Safran	Total
Axa	Engie	Michelin	Saint-Gobain	Unibail-Rodamco
BNP Paribas	Essilor International	Orange	Sanofi	Valeo
Bouygues	Kering	Pernod Ricard	Schneider Electric	Veolia Environnement
Capgemini	Klépierre	Groupe PSA	Société Générale	Vinci
Carrefour	Legrand	Publicis Groupe	Sodexo	Vivendi

Note : ArcelorMittal, EADS, LafargeHolcim, Solvay et Nokia, dont le siège social est établi à l'étranger, ne sont pas retenus dans cette étude.

Source : Euronext.

Tb Révision des données 2014 et 2015

(en milliards d'euros et en %)

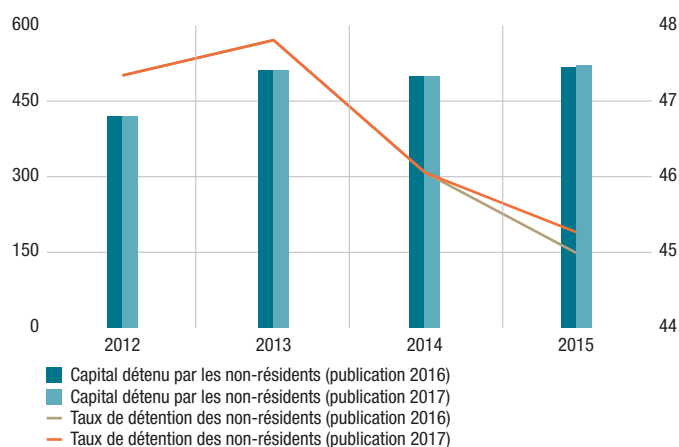
	Publication 2016		Publication 2017	
	2014	2015	2014	2015
Capital détenu par les non-résidents	499,4	517,3	499,4	520,5
Capitalisation boursière	1 084,3	1 149,9	1 084,3	1 149,9
Taux de détention par les non-résidents	46,1	45	46,1	45,3

Sources : Banque de France (balance des paiements) et Euronext.

Ga Révision des données depuis 2012

(en milliards d'euros)

(en %)



Source : Banque de France (balance des paiements).

¹ Rapport annuel de la balance des paiements et la position extérieure de la France 2016, disponible sur le site de la Banque de France : <https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/balance-des-paiements-et-autres-statistiques-internationales/la-balance-des-paiements-et-la-position-exterieure/rapport-annuel-de-la-balance-des-paiements-et-la-position-exterieure-de-la-france.html>

D'autres documents sur ce thème sont disponibles sur le site : <https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/balance-des-paiements-et-autres-statistiques-internationales.html>

Annexe 2

Décomposition flux-stock

Les principales notations utilisées dans cette annexe sont les suivantes :

$S_i^{(j)}$	Stock d'actions du CAC 40 détenues par les non-résidents à la fin de l'année i , estimé à la valeur de marché de la fin de l'année j .
$C_i^{(j)}$	Capitalisation boursière des actions du CAC 40 à la fin de l'année i , estimée à la valeur de marché de la fin d'année j .
$CS_i^{(j)}$	Effet du changement de la composition du CAC 40 au cours de l'année i sur le stock détenu par les non-résidents, à la valeur de marché de l'année j .
$CC_i^{(j)}$	Effet du changement de la composition du CAC 40 au cours de l'année i sur la capitalisation boursière du CAC 40, à la valeur de marché de l'année j .
$F_R^{(j)}$	Flux nets d'achat/vente au cours de l'année j par les résidents des actions du CAC 40, à la valeur de marché initiale de l'année j .
$F_{NR}^{(j)}$	Flux nets d'achat/vente au cours de l'année j par les non-résidents des actions du CAC 40, à la valeur de marché initiale de l'année j .

Ta Détention par les non-résidents d'actions françaises du CAC 40

(en milliards d'euros)

	Stock 2015	Changement dans la composition de l'indice CAC	Flux nets des non-résidents en 2016	Ajustements	Stock 2016
	$S15^{(15)}$	$+ CS16^{(15)}$	$+ F_{NR}16^{(15)}$		$= S16^{(15)}$
Évolution du stock hors variation de prix en 2016	514,7	1,8	-1,5		515
	$V_S15^{(15)}$	$+ V_CS16^{(15)}$	$+ V_F_{NR}16^{(15)}$		$= V_S16^{(15)}$
Variation des prix en 2016	21,9	2,2	0,6		24,6
	$S15^{(16)}$	$+ CS16^{(16)}$	$+ F_{NR}16^{(16)}$		$= S16^{(16)}$
Évolution du stock avec les variations de prix en 2016	536,5	3,9	-0,9	0	539,6

Tb Capitalisation totale des sociétés françaises du CAC 40

(en milliards d'euros)

	Capitalisation 2015	Changement dans la composition de l'indice CAC	Flux nets des résidents en 2016	Flux nets des non-résidents en 2016	Capitalisation 2016
	$C15^{(15)}$	$+ CC16^{(15)}$	$+ F_R16^{(15)}$	$+ F_{NR}16^{(15)}$	$= C16^{(15)}$
Évolution de la capitalisation hors variation de prix en 2016	1 138,5	6,4	8	-1,5	1 151,5
	$V_C15^{(15)}$	$V_CC16^{(15)}$	$V_F_R16^{(15)}$	$V_F_{NR}16^{(15)}$	$= V_C16^{(15)}$
Variation des prix en 2016	55,1	5,3	-0,7	0,6	60,3
	$C15^{(16)}$	$+ CC16^{(16)}$	$+ F_R16^{(16)}$	$+ F_{NR}16^{(16)}$	$= C16^{(16)}$
Évolution de la capitalisation avec les variations de prix en 2016	1193,6	11,7	7,3	-0,9	1 211,8

Tc Mesure des contributions respectives des effets de composition, flux, valorisation et ajustements

(en % et points de %)

	Taux de détention par les non-résidents en 2015	+ Changement de composition de l'indice	+ Flux	+ Ajustements	Taux de détention par les non-résidents en 2016
	45,21	- 0,10	- 0,38		
+ Valorisation		- 0,27	0,07		
+ Ajustements				0	
					44,53

(en %)

Composition	Prix	Flux des non-résidents	Ajustements	Formule de calcul	Taux de détention par les non-résidents	
Composition constante	Prix constants	Hors flux NR	Hors ajustements	$S15^{(15)}/C15^{(15)}$	45,21 %	T1
Composition modifiée	Prix constants	Hors flux NR	Hors ajustements	$[S15^{(15)} + CS16^{(15)}]/[C15^{(15)} + CC16^{(15)}]$	45,11 %	T2
Composition modifiée	Prix courants	Hors flux NR	Hors ajustements	$[S15^{(16)} + CS16^{(16)}]/[C15^{(16)} + CC16^{(16)}]$	44,84 %	T3
Composition modifiée	Prix constants	Avec flux NR	Hors ajustements	$[S16^{(15)}]/[C16^{(15)}]$	44,72 %	T4
Composition modifiée	Prix courants	Avec flux NR	Hors ajustements	$[S15^{(16)} + CS16^{(16)} + F_{NR}16^{(16)}]/[C16^{(16)}]$	44,53 %	T5
Composition modifiée	Prix courants	Avec flux NR	Avec ajustements	$[S16^{(16)}]/[C16^{(16)}]$	44,53 %	T6

Les effets du changement de composition sont calculés à prix constants, avant de tenir compte des flux de détention et des ajustements (T2 - T1).

Les effets de flux et de valorisation sont calculés après prise en compte du changement de composition

de l'indice (T4 - T2 pour les flux et T3 - T2 pour la valorisation).

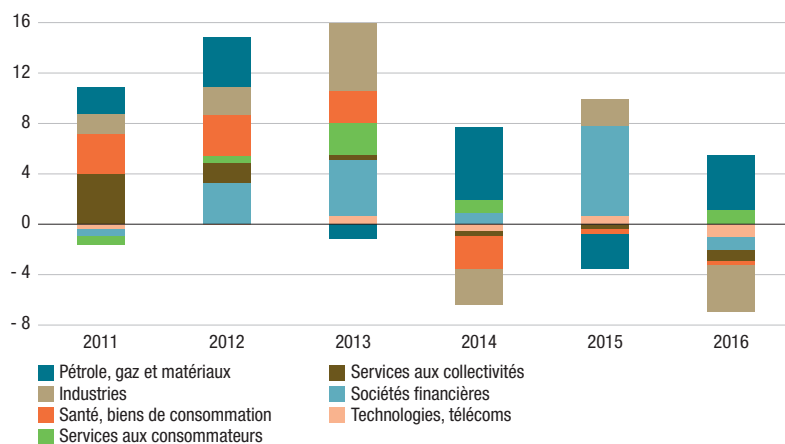
L'impact des ajustements est calculé après prise en compte de tous les autres effets (T6 - T5).

Annexe 3

Flux de détention non résidente par secteur

Flux nets de détention non résidente des actions françaises du CAC 40, détail par secteur

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France (balance des paiements).

Les stocks d'investissements directs de la France

La détention de capitaux propres à l'étranger progresse en 2015 et 2016

Ariane HAUTCOEUR
Jean-Luc CAYSSIALS
Direction des Enquêtes
et Statistiques sectorielles
Service des Investissements
et Échanges transfrontières
des entreprises

La position extérieure nette de la France retrace les créances et les engagements des résidents vis-à-vis des non-résidents. Sa composante en investissements directs est structurellement créditrice et constituée de capitaux propres. Elle atteindrait 533 milliards fin 2016 après 520 milliards d'euros fin 2015 et 490 milliards fin 2014.

Elle s'accompagne d'une contribution positive des revenus nets d'investissements directs au solde des transactions courantes, à hauteur de 40 milliards en 2015 et 2016.

Les États-Unis sont le premier pays de contrepartie de la position nette en investissements directs de la France. Dans ces conditions, le renforcement de la position en investissements directs en 2015 tient pour l'essentiel aux effets de change.

Le stock d'investissements directs étrangers en France s'établit à 630 milliards d'euros fin 2015, après 580 milliards fin 2014. Les nouveaux investissements étrangers en France dépassent les 42 milliards.

Le stock d'investissements directs français à l'étranger atteint 1 150 milliards d'euros fin 2015, contre 1 070 milliards un an auparavant, principalement sous l'effet des nouveaux investissements et des effets de change.

Mots clés : investissements directs, position extérieure, capitaux propres, filiales, revenus d'ID, catégorie d'entreprises

Codes JEL : F21, F23, G34, L22

Chiffres clés

533 milliards d'euros fin 2016 (estimation)

la position nette en investissements directs de la France

86 %

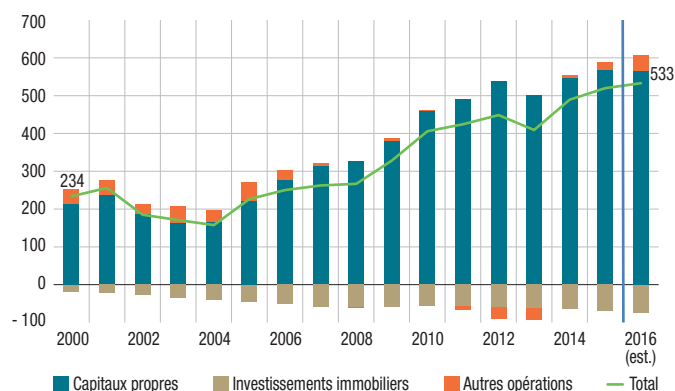
la part des stocks d'investissements directs français à l'étranger détenue par les grandes entreprises

Plus de 40 milliards d'euros

le solde des revenus d'investissements directs en 2016

Position nette extérieure de la France en investissements directs

(en milliards d'euros ; données au 31 décembre)



Note : Les autres opérations comprennent les prêts intragroupe et depuis 2011 les créances commerciales entre affiliés.

Source : Banque de France - juillet 2017.

1. L'appréciation du dollar fait progresser la position nette créditrice de la France en 2015

Les investissements directs limitent le déficit de la position extérieure globale de la France

La position extérieure nette extérieure de la France mesure l'ensemble des créances et des engagements des résidents vis-à-vis des non-résidents. Sa composante liée aux investissements directs ¹ en est le principal poste créiteur.

En effet, la position extérieure nette en investissements directs serait excédentaire à hauteur de 533 milliards d'euros fin 2016 après 520 milliards fin 2015 et 490 milliards fin 2014 ². Elle a progressé sans interruption depuis dix ans, à la seule exception de l'année 2013 (cf. graphique 1). Elle a permis de contenir le déficit de la position nette extérieure à 340 milliards fin 2015 ³.

Cette contribution est liée aux investissements directs en capitaux propres d'entreprises. Les investissements immobiliers présentent un solde débiteur, et les autres opérations (prêts et emprunts ou créances et dettes commerciales entre affiliés) sont proches de l'équilibre.

Les effets de change sont à l'origine du renforcement de la position nette en 2015

Les effets de change mesurent le changement de valeur, exprimé en euros, des stocks libellés

T1 Évolution de la position en investissements directs entre fin 2014 et fin 2015

(en milliards d'euros)

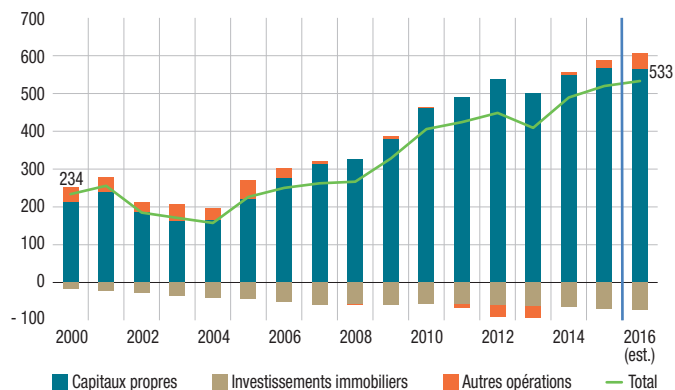
	Encours à fin 2014 ^{a)}	Flux 2015	Variation monétaire ou effet-change	Variation boursière ou effet-prix	Autres ajustements	Encours à fin 2015 (a)
Position nette	489,4	- 2,4	33,0	0,1	- 0,3	519,8
Capitaux propres	484,0	- 13,5	30,4	0,1	- 1,1	499,8
<i>entreprises cotées</i>	- 28,1	- 12,7	2,5	0,1	15,3	- 22,9
<i>entreprises non cotées</i>	577,0	4,8	26,7	0,0	- 16,3	592,1
Investissement immobilier	- 64,9	- 5,5	1,2	0,0	0,0	- 69,3
Autres opérations (prêts intragroupe)	5,4	11,1	2,6	0,0	0,8	20,0

a) Données révisées.

Source : Banque de France - juillet 2017.

G1 Position nette en investissements directs

(en milliards d'euros ; données au 31 décembre)



Note : Les autres opérations comprennent les prêts intragroupe et depuis 2011 les créances commerciales entre affiliés.

Source : Banque de France - juillet 2017.

en devises. En 2015, ils contribuent à hauteur de 33 milliards d'euros à l'augmentation de la position nette. L'appréciation face à l'euro des devises des principaux pays d'implantation des investissements français à l'étranger (en particulier du dollar) explique ce résultat (cf. tableau 1).

La prise en compte de la valeur de marché des sociétés cotées a un impact marginal de 0,1 milliard, les effets de valorisation ayant été presque identiques pour les stocks français à l'étranger et étrangers en France.

Les autres ajustements ont également un effet modeste sur la position extérieure nette, l'élément le plus marquant étant l'absorption du français

¹ Exprimé en valeur mixte : voir annexe méthodologique n° 4 sur l'évaluation des stocks.

² Les séries de stocks d'investissements directs sont disponibles sur le site internet de la Banque de France (www.banquefrance.fr) rubrique Statistiques / Balance des paiements / Investissements directs / Investissements directs : séries. Compte tenu des délais nécessaires à l'établissement et au traitement des documents arrêtés au 31 décembre 2016, les stocks à fin 2016 résultent d'une estimation. Voir annexe méthodologique n° 4.

³ Investissements de portefeuille, prêts, dépôts et emprunts et produits financiers dérivés sont déficitaires.

Lafarge par le cimentier suisse Holcim (absorption comptabilisée en « entreprises non cotées » du fait du retrait de la cote de Lafarge après l'opération) (cf. section *infra*).

La position en investissements directs est créditrice vis-à-vis de la plupart des pays

Les investissements directs vis-à-vis de l'Europe et des États-Unis sont les principaux contributeurs à la position nette créditrice. Vis-à-vis des États-Unis, elle atteint 150 milliards fin 2015 (28 % du total), en forte augmentation du fait de l'appréciation du dollar. Viennent ensuite plusieurs pays européens (Belgique, Royaume-Uni, Italie, Pays-Bas). La position est fortement débitrice vis-à-vis du Luxembourg et, dans une moindre proportion, de la Suisse (creusement suite au rachat de Lafarge par Holcim), et de l'Allemagne. En ce qui concerne les autres zones géographiques, la principale position créditrice s'élève à 31 milliards, vis-à-vis de la Chine et Hong Kong (cf. tableau de l'annexe 1).

L'industrie contribue pour plus des deux-tiers à la position nette créditrice. L'industrie manufacturière représente le premier poste (190 milliards). Viennent ensuite les activités financières, l'information communication et le commerce. Seules deux activités présentent une position nette débitrice : les activités de *holdings* et les activités immobilières (cf. graphique 2).

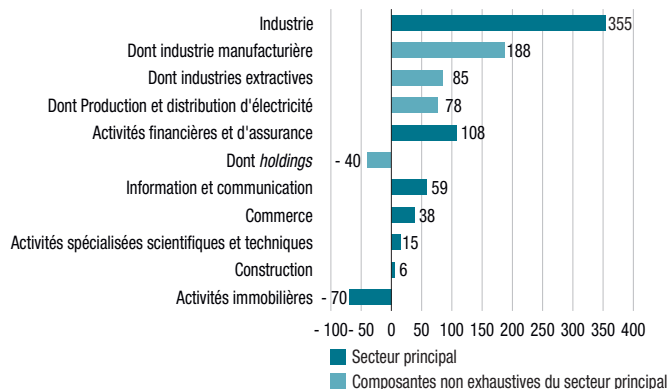
Les investissements directs génèrent 40 milliards de revenus nets chaque année

La position créditrice des investissements directs produit des revenus d'investissements directs dont le solde est positif. Il dépasse 40 milliards en 2015. Il varie peu depuis trois ans, après avoir sensiblement progressé en 2010 et 2011. Les dividendes sont depuis 2008 à l'origine de l'essentiel de l'excédent (cf. graphique 3).

Ces revenus nets excédentaires contribuent positivement au solde, globalement déficitaire

G2 Position nette en investissements directs à fin 2015

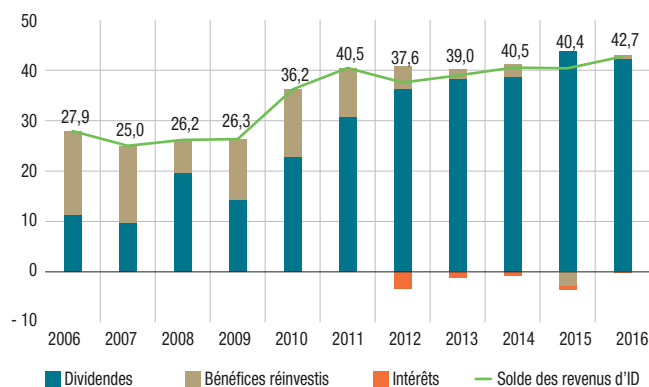
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France - juillet 2017.

G3 Solde des revenus d'investissements directs français

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France - juillet 2017.

(- 10 milliards en 2015), des transactions courantes de la balance des paiements.

Le solde créditeur découle également de rendements apparents différenciés. Rapportant les revenus d'investissements directs en capital hors immobilier aux encours correspondants, le rendement apparent des investissements est plus élevé pour les investissements à l'étranger que pour les investissements étrangers en France : respectivement près de 7 % et 5 % en 2015.

2. Les États-Unis sont le premier détenteur d'investissements directs étranger en France

Fin 2015, le stock d'investissements directs étrangers en France s'élève à 630 milliards d'euros, contre 580 milliards un an plus tôt.

Les flux d'investissements étrangers de 42 milliards que la France a reçus en 2015 sont en forte progression par rapport aux années précédentes. Plusieurs opérations de grande envergure y contribuent :

- rachat de la société Lafarge par le cimentier suisse Holcim,
- acquisition des activités énergie d'Alstom par le groupe américain General Electric,
- montée au capital de Numéricable-SFR d'Altice, *holding* néerlandaise contrôlée par Patrick Drahi.

La hausse des cours sur les marchés boursiers en 2015 a par ailleurs eu un effet-prix positif de 9,6 milliards sur la valeur du stock d'investissements en capitaux propres dans les sociétés cotées.

Le Luxembourg est le premier pays investisseur immédiat en France

En appliquant le principe d'allocation géographique selon le pays de provenance immédiate des capitaux⁴, les pays industrialisés détiennent 96 % du stock d'investissements directs étrangers en France (cf. tableau a de l'annexe 2).

Les trois-quarts du stock global proviennent de six pays seulement : le Luxembourg (127 milliards, soit 20 % du total), les Pays-Bas (86 milliards), puis le Royaume-Uni, la Suisse, les États-Unis et l'Allemagne.

Les investissements étrangers proviennent, pour 59 %, de la zone euro, proportion en légère baisse

malgré une hausse des montants. L'essentiel de la hausse du stock par rapport à 2014 est porté par la Suisse et le Royaume-Uni. Les pays de l'Union européenne hors zone euro détiennent 13 % du stock.

Les États-Unis sont le premier investisseur étranger selon l'approche de l'investisseur ultime

Lorsqu'un investisseur choisit la France comme destination de son investissement, il peut faire transiter le financement par d'autres pays. L'approche de l'investisseur ultime mise en œuvre depuis plusieurs années par la France⁵ éclaire ainsi les relations d'investissements directs nouées avec les autres pays et met notamment en évidence l'émergence de nouvelles économies partenaires.

Après affectation des investissements directs au pays de résidence de l'investisseur ultime, les États-Unis, la Suisse et l'Allemagne voient le montant de leurs investissements s'accroître par rapport à la ventilation géographique en fonction du pays de première contrepartie. Ils deviennent trois des quatre premiers pays investisseurs en France. En revanche, des pays de transit, tels que le Luxembourg, les Pays-Bas et dans une moindre mesure la Belgique, voient leur part diminuer (cf. graphique 4).

La ventilation géographique selon le pays de résidence de l'investisseur ultime révèle également que les groupes et les investisseurs français détiennent en dernier ressort une part significative du stock d'investissements directs étrangers en France (42 milliards d'euros, soit près de 7 %).

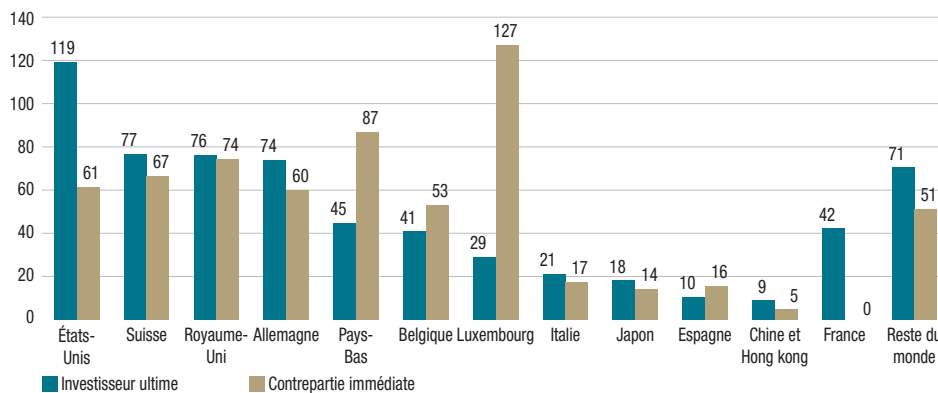
Cette mesure complémentaire reflète enfin les relations d'investissements directs nouées avec de nouvelles économies partenaires : la Chine (y compris Hong Kong) apparaît ainsi comme le onzième pays d'origine des investissements étrangers, avec 9 milliards, derrière l'Espagne et devant la Suède. Sur la base des flux connus pour l'année 2016, cet encours approche 11 milliards d'euros. Il croît régulièrement depuis quelques années : il y a dix ans, il était inférieur à 1 milliard d'euros.

4 Voir annexe méthodologique n° 4.

5 Au sein de la zone euro, cinq pays seulement publient des données en fonction de cette approche (source : OCDE).

G4 Principaux stocks d'investissements directs étrangers en France à fin 2015

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France - juillet 2017.

Les investisseurs étrangers privilégient les activités financières et d'assurance

Le secteur activités financières et assurance reçoit 28 % des investissements directs étrangers en France, dont 11 % dans le sous-secteur sociétés *holdings*. Au total, les activités financières et d'assurances jointes aux industries manufacturières et aux activités immobilières rassemblent trois quarts du stock d'investissements directs étrangers. Dans l'industrie, la pharmacie, les industries agricoles et alimentaires et la chimie figurent aux premiers rangs (cf. tableau c de l'annexe 2).

Les activités financières et d'assurance, les activités immobilières et la construction sont les trois secteurs dont l'augmentation est la plus forte par rapport à 2014. Le stock dans l'industrie est constant ; sa part diminue.

Les ETI sont la cible de 42 % des investissements en capitaux propres hors immobilier

Les sociétés résidentes concernées par des investissements directs peuvent être réparties par catégories d'entreprises, telles que définies par le décret statistique d'application de la Loi de modernisation de l'économie (LME)⁶.

Les grandes entreprises et les entreprises de taille intermédiaire (ETI) reçoivent trois quarts des stocks d'investissements étrangers en France, avec respectivement plus de 240 milliards et 190 milliards fin 2015. L'encours hors immobilier est porté à 42 % par les seules ETI. Les petites et moyennes entreprises (PME) recueillent 5 % (cf. graphique a de l'annexe 1).

L'encours moyen de l'investissement direct étranger en France s'élève à 1,6 milliard dans les grandes entreprises, 91 millions dans les ETI et 2 millions dans les PME.

La taille des entreprises investies est ici définie sur la base de critères relatifs aux entités implantées en France. Nombre d'entreprises identifiées comme des PME ou des ETI appartiennent en fait à des firmes multinationales non résidentes et dépendent d'un grand groupe.

La moitié des investissements directs étrangers en France sont inférieurs à quinze millions d'euros

Les non-résidents investissent en France des montants inférieurs à ceux investis par les résidents français à l'étranger. La valeur médiane des capitaux investis en France par les premiers

⁶ Voir annexe méthodologique n° 4.

est inférieure à celle des investissements réalisés par les seconds (15 millions, contre 21 millions fin 2015, cf. tableaux c des annexes 2 et 3).

Enregistré à partir d'un seuil de détention de 10 % du capital, l'investissement direct étranger en France prend neuf fois sur dix la forme d'un contrôle majoritaire des entreprises investies : sur 4 300 sociétés résidentes dans lesquelles est réalisé un investissement de plus de cinq millions d'euros⁷, le nombre de sociétés investies à plus de 50 % dépasse les 4 000, soit 93 % du total. En encours, ces filiales sont la destination de 80 % des investissements directs (cf. tableau c de l'annexe 2).

3. Le stock d'investissements directs français à l'étranger augmente sous l'effet des nouveaux investissements

Le stock d'investissements directs français à l'étranger augmente de 8 % en 2015 pour approcher 1 200 milliards fin 2015. Cette hausse résulte en premier lieu des flux enregistrés en cours d'année. Ces derniers s'élèvent à 40 milliards et confirment la reprise observée en 2014.

En 2015, les groupes français poursuivent leur internationalisation *via* des opérations de montant unitaire relativement modeste.

Les autres opérations font apparaître des mises en place nettes de prêts des groupes français à leurs filiales et sociétés affiliées étrangères, pour la troisième année consécutive. Ces flux tiennent sans doute à une substitution partielle des prêts intragroupe aux investissements en capital. La forte baisse des taux d'intérêt renforce l'attrait du financement par ressources empruntées par rapport au financement sur ressources propres.

Les effets de change affectent également la valeur en euros des avoirs en devises ; ils conduisent à une augmentation des stocks de 33 milliards entre fin 2014 et fin 2015, suite à l'appréciation face à

l'euro des devises des principaux pays d'implantation des investissements français à l'étranger. La prise en compte de la valeur de marché des sociétés cotées a pour sa part un impact de 9,7 milliards à la hausse.

Les États-Unis sont la première destination des investissements directs français

Fin 2015, selon le principe du pays de destination immédiate des capitaux, les États-Unis sont le premier pays d'accueil des investissements directs français à l'étranger, avec un encours recensé de 210 milliards d'euros (cf. tableau a de l'annexe 3).

Hormis les États-Unis, les principaux pays de destination des investissements directs français sont situés dans l'Union européenne, qui accueille près de 57 % des investissements, et en particulier dans la zone euro (43 % du stock total).

La Belgique, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, l'Allemagne et l'Italie figurent parmi les premiers pays d'accueil. L'ensemble formé par la Chine et Hong Kong est le troisième pays d'implantation hors Union européenne, pour les investissements français, après les États-Unis et la Suisse. Le Japon et le Brésil sont respectivement quatrième et cinquième.

Un dixième des investissements directs français à l'étranger est le fait d'entreprises contrôlées par des groupes étrangers

Une partie des investissements français à l'étranger est réalisée par des filiales résidentes de groupes non résidents. L'identification du détenteur ultime des investissements directs à l'étranger montre que les filiales françaises de groupes étrangers détiennent 120 milliards d'euros d'avoirs à l'étranger fin 2015, soit 11 % du stock total des investissements directs français à l'étranger (cf. tableau 2).

L'analyse des pays d'accueil des investissements directs français à l'étranger par pays d'origine du détenteur ultime met en évidence l'existence de

⁷ Le dénombrement est effectué sur les seules sociétés investies dont l'encours est supérieur à 5 millions d'euros, sous-ensemble le plus homogène pour pouvoir être comparé à son équivalent pour les investissements directs à l'étranger.

« boucles ». Il s'agit de cas où un groupe étranger détient une filiale en France qui, à son tour, détient des investissements directs dans le pays de résidence de la tête du groupe. Le Royaume-Uni illustre ce cas en étant le premier pays d'accueil des stocks d'investissements directs sortants de filiales françaises de groupes britanniques.

L'industrie manufacturière détient 30 % des investissements directs à l'étranger

Le premier secteur investisseur à l'étranger est l'industrie manufacturière. Il possède 30 % des investissements totaux fin 2015, avec aux premiers rangs l'industrie pharmaceutique, les industries agricoles et alimentaires et l'industrie automobile. Viennent ensuite les activités financières et d'assurance⁸, le secteur des industries extractives, celui du commerce et des réparations, enfin celui de l'électricité (cf. tableau b de l'annexe 3).

L'industrie considérée au sens large (y compris les industries extractives et l'énergie) détient 45 % des investissements directs français à l'étranger. Ce même ensemble représente en termes de chiffre d'affaires 28 % du secteur marchand hors agriculture et activités financières et d'assurances⁹.

Les grandes entreprises résidentes françaises détiennent près de 90% des investissements à l'étranger

Les grandes entreprises concentrent l'essentiel des stocks d'investissements directs à l'étranger avec des encours de capitaux propres détenus¹⁰ de plus de 900 milliards fin 2015, soit 86 % du montant total. Hors immobilier et administrations publiques, cette part atteint 90 % (cf. graphique a de l'annexe 3).

Cette répartition est à rapprocher du classement des entreprises du secteur marchand. En 2013, les grandes entreprises dégagent 32 % de la valeur ajoutée, les ETI 24 % et les PME 44 %¹¹.

T2 Principaux pays investis selon le pays de résidence du détenteur ultime fin 2015

(montants en milliards d'euros et parts en pourcentage)

Pays du détenteur ultime des investissements directs français à l'étranger	Pays investis (première contrepartie)	31 décembre 2015	
		Montants	Parts
France	États-Unis	195,3	19,0
	Belgique	138,1	13,4
	Pays-Bas	112,4	10,9
	Royaume-Uni	101,2	9,8
	Autres pays	481,7	46,8
	Total	1 028,8	100,0
Autres pays	Royaume-Uni	15,9	12,9
	États-Unis	14,1	11,4
	Espagne	9,8	7,9
	Autres pays	83,5	67,7
	Total	123,3	100,0
<i>dont États-Unis</i>	<i>Allemagne</i>	<i>4,8</i>	<i>13,7</i>
	<i>Danemark</i>	<i>4,1</i>	<i>11,8</i>
	<i>Luxembourg</i>	<i>3,8</i>	<i>11,0</i>
	<i>Autres pays</i>	<i>22,2</i>	<i>63,5</i>
	Total	35,0	100,0
<i>Suisse</i>	<i>États-Unis</i>	<i>5,1</i>	<i>25,9</i>
	<i>Royaume-Uni</i>	<i>2,6</i>	<i>13,4</i>
	<i>Égypte</i>	<i>2,0</i>	<i>10,3</i>
	<i>Autres pays</i>	<i>9,8</i>	<i>50,4</i>
	Total	19,5	100,0
<i>Pays-Bas</i>	<i>Luxembourg</i>	<i>3,1</i>	<i>18,2</i>
	<i>États-Unis</i>	<i>1,9</i>	<i>11,2</i>
	<i>Irlande</i>	<i>1,7</i>	<i>10,0</i>
	<i>Autres pays</i>	<i>10,2</i>	<i>60,5</i>
	Total	16,9	100,0
<i>Allemagne</i>	<i>Irlande</i>	<i>3,7</i>	<i>33,3</i>
	<i>États-Unis</i>	<i>1,5</i>	<i>13,8</i>
	<i>Belgique</i>	<i>1,5</i>	<i>13,4</i>
	<i>Autres pays</i>	<i>4,4</i>	<i>39,6</i>
	Total	11,2	100,0
<i>Belgique</i>	<i>États-Unis</i>	<i>1,9</i>	<i>16,8</i>
	<i>Royaume-Uni</i>	<i>1,7</i>	<i>15,6</i>
	<i>Allemagne</i>	<i>1,4</i>	<i>12,7</i>
	<i>Autres pays</i>	<i>4,4</i>	<i>54,8</i>
	Total	11,1	100,0
<i>Royaume-Uni</i>	<i>Royaume-Uni</i>	<i>4,7</i>	<i>43,6</i>
	<i>Pays-Bas</i>	<i>1,7</i>	<i>16,1</i>
	<i>Pologne</i>	<i>1,6</i>	<i>15,0</i>
	<i>Autres pays</i>	<i>2,7</i>	<i>25,3</i>
	Total	10,7	100,0

Source : Banque de France - juillet 2017.

8 Qui comprennent notamment le secteur bancaire, le secteur des assurances et les sociétés *holdings*.

9 Insee Références, Les entreprises en France, édition 2016 : <https://www.insee.fr/fr/statistiques/2497076?sommaire=2497179>

10 Seuls les stocks de capitaux propres d'entreprise sont pris en compte dans ce calcul.

11 Insee Références, Les entreprises en France, édition 2016 : <https://www.insee.fr/fr/statistiques/2497076?sommaire=2497179>

Les principales sociétés cotées (45 groupes recensés, dont les entreprises du CAC 40) détiennent à elles seules 730 milliards, soit 80 % de l'encours investi par les grandes entreprises.

L'encours moyen de capital investi est de 12 millions pour les PME, de 140 millions pour les ETI et de 5,3 milliards pour les grandes entreprises.

En effet, les grandes entreprises, et dans une moindre mesure les entreprises de taille intermédiaire, sont internationalisées et disposent de nombreuses filiales et participations dans des sociétés non résidentes. La situation est inverse pour les PME qui ont très rarement des filiales ou participations hors de France.

90 % des investissements français à l'étranger portent sur des filiales

Sur les 6 000 sociétés non résidentes investies en capitaux propres à hauteur de plus de cinq millions d'euros (cf. tableau c de l'annexe 3)¹² :

- le nombre de sociétés investies à moins de 50 % est de 610 environ avec un encours de 104 milliards d'euros ;
- plus de 5 400 sociétés non résidentes (90 % du total) sont des filiales, car détenues à plus de 50 % par des résidents, pour un encours de 920 milliards d'euros, soit également 90 % de l'encours total.

¹² Le dénombrement est effectué sur les seules sociétés investies dont l'encours est supérieur à 5 millions d'euros pour être comparé à son équivalent pour les investissements directs en France.

Annexe 1

Statistiques liées à la position nette française en investissements directs

Position nette française en investissements directs par principaux pays

(montants en milliards d'euros)

	31 décembre 2014 ^{a)}	31 décembre 2015
Europe	205,0	190,6
Belgique	102,5	93,7
Royaume-Uni	50,1	42,7
Italie	30,4	34,2
Pays-Bas	30,0	33,6
Espagne	24,2	27,3
Pologne	15,4	18,4
Irlande	13,4	17,9
Russie	7,1	7,6
Allemagne	- 2,0	- 5,7
Suisse	- 10,9	- 27,4
Luxembourg	- 82,0	- 80,4
Amérique	154,1	186,6
États-Unis	108,4	147,9
Brésil	25,5	18,6
Afrique	47,0	49,8
Nigeria	8,5	9,1
Maroc	8,7	9,3
Asie	74,9	84,6
Chine et Hong-Kong	26,9	30,7
Singapour	8,9	7,6
Inde	4,1	5,2
Océanie	11,5	12,2
Australie	11,0	11,0

a) Données révisées.

Source : Banque de France - juillet 2017.

Annexe 2

Statistiques liées aux investissements directs étrangers en France

Ta Principaux pays de provenance immédiate des investissements directs étrangers en France
(montants en milliards d'euros et parts en pourcentage)

	31 décembre 2014 ^{a)}		31 décembre 2015	
	Montants	Parts	Montants	Parts
Union européenne (UE) à 28	423,4	73,4	455,9	72,1
Union économique et monétaire (à 19)	354,6	61,5	372,4	58,9
Allemagne	52,8	9,2	60,2	9,5
Belgique	50,0	8,7	53,2	8,4
Espagne	14,6	2,5	15,5	2,5
Irlande	5,6	1,0	5,1	0,8
Italie	15,5	2,7	17,4	2,8
Luxembourg	125,3	21,7	127,1	20,1
Pays-Bas	84,8	14,7	86,2	13,6
Autres pays de l'UE	68,9	11,9	83,5	13,2
Danemark	5,4	0,9	5,4	0,9
Royaume-Uni	59,7	10,4	74,5	11,8
Suède	4,0	0,7	5,0	0,8
Autres pays industrialisés	131,4	22,8	148,4	23,5
Canada	2,7	0,5	3,4	0,5
États-Unis	66,0	11,4	61,6	9,7
Japon	12,8	2,2	14,2	2,2
Suisse	47,4	8,2	66,5	10,5
Reste du monde	21,7	3,8	27,9	4,4
Chine	0,9	0,2	1,9	0,3
Émirats Arabes Unis	0,5	0,1	1,2	0,2
Hong Kong	2,3	0,4	2,9	0,5
Liban	2,7	0,5	3,8	0,6
Qatar	1,2	0,2	1,3	0,2
Russie	1,5	0,3	1,6	0,3
Total	576,6	100,0	632,3	100,0

a) Données révisées.

Source : Banque de France - juillet 2017.

Tb Principaux secteurs économiques résidents investis par des capitaux étrangers

(montants en milliards d'euros et parts en pourcentage)

	31 décembre 2014 ^{a)}		31 décembre 2015	
	Montants	Parts	Montants	Parts
Activités financières et d'assurance	159,8	27,7	175,6	27,8
<i>Activités des services financiers</i>	111,6	19,3	123,5	19,5
<i>dont activités des sociétés holdings</i>	64,5	11,2	70,8	11,2
Industries manufacturières	154,0	26,7	154,4	24,4
<i>Industrie pharmaceutique</i>	27,7	4,8	31,4	5,0
<i>Industries agricoles et alimentaires</i>	29,0	5,0	29,7	4,7
<i>Industrie chimique</i>	29,5	5,1	30,1	4,8
Activités immobilières ^{b)}	130,3	22,6	141,0	22,3
Commerce et réparations	41,8	7,3	45,7	7,2
Activités spécialisées, scientifiques et techniques	33,2	5,8	32,4	5,1
Construction	9,7	1,7	20,6	3,3
Information et communication	12,9	2,2	14,9	2,4
Transports et entreposage	6,9	1,2	8,5	1,4
Activités de services administratifs et de soutien	7,2	1,3	7,7	1,2
Électricité, gaz, vapeur et air conditionné	3,5	0,6	3,1	0,5
Hébergement et restauration	5,4	0,9	5,3	0,8
Santé humaine et action sociale	3,3	0,6	2,9	0,5
Industries extractives	1,4	0,2	4,1	0,6
Eau, assainissement, gestion des déchets et dépollution	0,3	0,1	0,6	0,1
Autres activités	2,5	0,4	2,3	0,4
Montants non ventilés ^{c)}	4,4	0,8	13,1	2,1
Total	576,6	100,0	632,3	100,0

a) Données révisées.

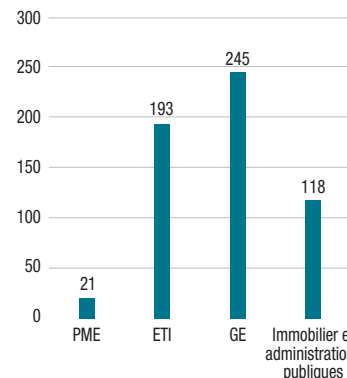
b) Cette ligne comprend à la fois les stocks d'investissements étrangers dans le secteur de l'immobilier et les biens immobiliers *stricto sensu* situés sur le territoire français et appartenant à des non-résidents.

c) Depuis 2011, une partie des stocks de prêts-emprunts intra-groupes provient de données extrapolées et n'est pas ventilée par secteur.

Source : Banque de France - juillet 2017.

Ga Investissements directs en capital étrangers en France à fin 2015 par catégorie d'entreprises

(en milliards d'euros)



Note : Catégories d'entreprise définies au sens de la LME (Loi de modernisation de l'économie de 2008).

Source : Banque de France - juillet 2017.

Tc Répartition des investissements directs en France (capitaux propres hors immobilier)

(répartition en pourcentage ; investissements en milliards d'euros ; médiane en millions d'euros)

Quote-part détenue	Nombre de sociétés investies	Répartition	Investissements en capitaux propres	Répartition	Médiane des capitaux propres investis dans des sociétés résidentes ^{a)}
Capitaux investis supérieurs à cinq millions d'euros					
Participations	285	6,6	90,6	20,2	15,8
de 10 % à moins de 20 %	73	1,7	28,3	6,3	17,7
de 20 % à moins de 50 %	212	4,9	62,3	13,9	15,4
Filiales	4001	93,4	357,8	79,8	15,0
de 50 % à moins de 90 %	377	8,8	46,0	10,3	14,0
90 % et plus	3624	84,6	311,8	69,5	15,2
Total ^{a)}	4286	100,0	448,4	100,0	15,1
Capitaux investis inférieurs à cinq millions d'euros	12878		9,9		0,4
Total toutes sociétés investies	17164		458,3		0,8

a) Après application de la quote-part.

Source : Banque de France - juillet 2017.

Annexe 3

Statistiques liées aux investissements directs français à l'étranger

Ta Principaux pays de destination immédiate des investissements directs français à l'étranger
(montants en milliards d'euros et parts en pourcentage)

	31 décembre 2014 ^{a)}		31 décembre 2015	
	Montants	Parts	Montants	Parts
Union européenne (UE) à 28	622,3	58,4	658,0	57,1
Union économique et monétaire (à 19)	475,0	44,6	497,4	43,2
Allemagne	50,8	4,8	54,6	4,7
Belgique	152,5	14,3	146,9	12,8
Espagne	38,8	3,6	42,8	3,7
Irlande	18,9	1,8	23,0	2,0
Italie	45,9	4,3	51,7	4,5
Luxembourg	43,3	4,1	46,7	4,1
Pays-Bas	114,8	10,8	119,8	10,4
Autres pays de l'UE	147,3	13,8	160,6	13,9
Pologne	14,0	1,3	16,1	1,4
République tchèque	8,4	0,8	8,9	0,8
Roumanie	3,9	0,4	4,2	0,4
Royaume-Uni	109,8	10,3	117,1	10,2
Suède	3,1	0,3	4,3	0,4
Autres pays industrialisés	260,3	24,4	301,5	26,2
Australie	11,6	1,1	11,6	1,0
Canada	9,1	0,9	8,5	0,7
États-Unis	174,3	16,4	209,4	18,2
Japon	21,4	2,0	25,8	2,2
Suisse	36,6	3,4	39,1	3,4
Reste du monde	183,4	17,2	192,5	16,7
Bermudes	3,4	0,3	2,6	0,2
Brésil	25,2	2,4	18,4	1,6
Chine	21,1	2,0	24,2	2,1
Égypte	3,4	0,3	3,3	0,3
Hong Kong	9,1	0,9	11,2	1,0
Inde	4,1	0,4	5,3	0,5
Maroc	9,1	0,9	9,6	0,8
Nigéria	8,5	0,8	9,1	0,8
Russie	8,6	0,8	9,3	0,8
Singapour	9,6	0,9	10,8	0,9
Turquie	3,9	0,4	3,9	0,3
Total	1 066,0	100,0	1 152,1	100,0

a) Données révisées.

Source : Banque de France - juillet 2017.

Tb Principaux secteurs économiques résidents investisseurs à l'étranger

(montants en milliards d'euros et parts en pourcentage)

	31 décembre 2014 ^{a)}		31 décembre 2015	
	Montants	Parts	Montants	Parts
Industries manufacturières	321,1	30,1	342,0	29,7
<i>Industrie pharmaceutique</i>	48,6	4,6	61,0	5,3
<i>Industries agricoles et alimentaires</i>	54,7	5,1	54,4	4,7
<i>Industrie automobile</i>	36,3	3,4	41,7	3,6
Activités financières et d'assurance	265,7	24,9	283,4	24,6
<i>Activités des services financiers</i>	182,6	17,1	195,2	16,9
<i>Activités des sociétés holdings</i>	26,9	2,5	31,1	2,7
Industries extractives	77,1	7,2	89,2	7,7
Commerce et réparations	80,6	7,6	83,8	7,3
Électricité, gaz, vapeur et air conditionné	80,5	7,6	80,8	7,0
Information et communication	68,2	6,4	73,8	6,4
Activités immobilières	57,3	5,4	70,8	6,1
Activités spécialisées, scientifiques et techniques	41,2	3,9	47,5	4,1
Construction	26,8	2,5	26,4	2,3
Hébergement et restauration	9,7	0,9	10,4	0,9
Transports et entreposage	6,6	0,6	7,4	0,6
Eau, assainissement, gestion des déchets et dépollution	3,8	0,4	5,1	0,4
Activités de services administratifs et de soutien	3,5	0,3	4,9	0,4
Autres activités	4,4	0,4	6,0	0,5
Montants non ventilés ^{b)}	21,3	2,0	22,7	2,0
Total	1 066,0	100,0	1 152,1	100,0

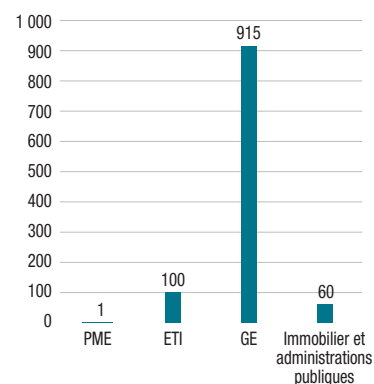
a) Données révisées.

b) Depuis 2011, une partie des stocks de prêts-emprunts intra-groupes provient de données extrapolées et n'est pas ventilée par secteur.

Source : Banque de France - juillet 2017.

Ga Investissements directs en capital français à l'étranger fin 2015 par catégorie d'entreprises

(en milliards d'euros)



Note : Catégorie définie au sens de la LME.

Source : Banque de France - juillet 2017.

Tc Répartition des investissements directs à l'étranger (capitaux propres hors immobilier)

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

Quote-part détenue	Nombre de sociétés investies	Répartition	Investissements en capitaux propres	Répartition	Médiane des capitaux propres investis dans des sociétés non résidentes ^{a)}
Capitaux investis supérieurs à cinq millions d'euros					
Participations	611	10,1	103,9	10,1	24,6
de 10 % à moins de 20 %	191	3,2	38,3	3,7	22,9
de 20 % à moins de 50 %	420	7,0	65,6	6,4	25,8
Filiales	5412	89,9	920,5	89,9	21,1
de 50 % à moins de 90 %	790	13,1	133,3	13,0	22,1
90 % et plus	4622	76,7	787,1	76,8	20,9
Total^{a)}	6023	100,0	1 024,4	100,0	21,4
Capitaux investis inférieurs à cinq millions d'euros	1 713		3,1		2,0
Total toutes sociétés investies	7 736		1 027,5		13,6

a) Après application de la quote-part.

Source : Banque de France - juillet 2017.

Annexe 4

Méthodologie

Définition des investissements directs

La **position extérieure de la France** a pour objectif de retracer, à la date d'arrêté, l'ensemble des créances et des engagements des résidents vis-à-vis des non-résidents. Elle fournit ainsi des indications sur le montant et la structure du patrimoine financier des résidents en actifs étrangers et des non-résidents en actifs français : investissements directs, investissements de portefeuille, produits financiers dérivés, autres investissements, avoirs de réserve.

La position extérieure en investissements directs est constituée des encours d'investissements directs français à l'étranger moins les encours d'investissements directs étrangers en France.

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

- les participations au capital de l'entreprise « investie » dès lors que ces participations sont égales à au moins 10 % du capital ou 10 % des droits de vote ;
- les prêts et dépôts consentis par les investisseurs directs aux entreprises « investies » ;
- les investissements immobiliers.

Conformément aux recommandations du 6^e Manuel de balance des paiements du FMI, les statistiques **d'investissements directs à l'étranger** portent sur les entreprises non résidentes dont au moins 10 % des droits de vote en assemblée générale des actionnaires sont détenus directement par un actionnaire résident. Une fois la relation d'investissement direct constituée, l'ensemble

des relations financières transfrontières entre l'investisseur, les sociétés qu'il contrôle, l'entreprise « investie » et les sociétés qu'elle contrôle (prêts, emprunts, crédits commerciaux, investissements en capital, bénéfices réinvestis) sont également considérées comme des investissements directs et comptabilisées comme tels. Entrent donc dans le calcul du stock les capitaux propres des entreprises non résidentes investies, y compris les investissements immobiliers et les bénéfices réinvestis sur place par les investisseurs résidents, au prorata de la participation des investisseurs résidents au capital des entreprises investies, augmentés des prêts et dépôts consentis par les résidents à leurs affiliés non résidents, y compris les crédits commerciaux entre affiliés depuis 2011. Les prêts des filiales non résidentes à leur maison mère résidente et ceux consentis par des sociétés non résidentes à des sociétés sœurs résidentes lorsque leur tête de groupe commune est résidente viennent en déduction des investissements directs français à l'étranger en vertu de l'application du principe directionnel.

Les participations au capital social des filiales non résidentes, les dotations des succursales à l'étranger, les prêts à des sociétés non financières affiliées font partie des investissements directs des intermédiaires financiers résidents à l'étranger. En revanche, les prêts et avances des intermédiaires financiers résidents à des intermédiaires financiers non résidents du même groupe ne sont pas inclus dans les statistiques d'investissements directs mais compris dans les « autres investissements ».

De la même façon, les **investissements directs étrangers en France** portent sur les entreprises résidentes dont au moins 10 % des droits de vote en assemblée générale des actionnaires sont

détenus directement par une entreprise non résidente. L'ensemble des relations financières transfrontières sont ensuite considérées comme des investissements directs : les capitaux propres de l'entreprise résidente, y compris ses bénéfices réinvestis, les investissements immobiliers et les prêts et dépôts consentis par les non-résidents et leurs affiliés résidents, y compris les créances commerciales depuis 2011.

Les emprunts des maisons mères étrangères à leurs filiales résidentes et ceux effectués par des sociétés non résidentes auprès d'une société sœur résidente lorsque la tête de groupe est étrangère viennent en déduction des stocks d'investissements directs étrangers en France en vertu de l'application du principe directionnel. Enfin, les prêts et avances des intermédiaires financiers non résidents à des intermédiaires financiers résidents du même groupe ne sont pas inclus dans les statistiques d'investissements directs mais compris dans les « autres investissements ».

Sources

Le stock des investissements directs à l'étranger détenus par les sociétés résidentes, entreprises industrielles et commerciales, compagnies d'assurance et intermédiaires financiers, est évalué au moyen de trois enquêtes réalisées par la Banque de France. La première, annuelle, recense les investissements en capitaux propres (hors investissements immobiliers) ; la deuxième, composée d'un volet trimestriel et d'un volet annuel, comptabilise les encours de prêts intragroupe, hors crédits commerciaux ; la dernière, également en deux volets, porte sur les encours de crédits commerciaux entre affiliés. Le stock d'investissements immobiliers est calculé par cumul de flux.

Le stock d'investissements directs étrangers en France en capitaux propres (hors investissements immobiliers) repose sur l'identification des

participations des non-résidents au capital des entreprises résidentes. Sauf exception, ne sont retenues comme étant des investissements directs étrangers en France que les participations égales ou supérieures à 10 % des droits de vote.

Le recensement s'appuie également sur les données comptables des entreprises identifiées comme objet d'un investissement direct de l'étranger.

Évaluation du stock

Les stocks sont exprimés en valeur mixte, c'est-à-dire qu'ils s'appuient sur la valeur comptable des capitaux propres pour les sociétés non cotées et sur la valeur de marché pour les sociétés cotées. Cette valeur mixte peut être considérée comme une mesure approchée de la valeur de marché des stocks d'investissements directs.

Les prêts et emprunts entre affiliés sont exprimés en valeur nominale. Les investissements immobiliers étant obtenus par cumul de flux et non revalorisés, ils sont comptabilisés selon la méthode du coût historique.

Population recensée pour les stocks en capitaux propres

Les investisseurs directs français sont des entreprises industrielles et commerciales, des intermédiaires financiers et des compagnies d'assurance, plus rarement des administrations publiques et des ménages, dont le siège social est situé en France métropolitaine, dans les départements d'outre-mer, la collectivité territoriale de Saint-Pierre-et-Miquelon ou à Monaco, indépendamment de toute considération sur la nationalité des actionnaires ou associés qui les possèdent ou les contrôlent de façon ultime. Ainsi, une entreprise résidente détenant des filiales étrangères et contrôlée par un groupe étranger sera prise en compte pour le

calcul des stocks d'investissements directs français à l'étranger. Toute filiale non résidente détenue pour un montant supérieur à 5 millions d'euros doit faire l'objet d'une déclaration à la Banque de France dans le cadre de l'enquête annuelle. Les investissements dans des filiales de plus petite taille font l'objet d'une estimation globale.

L'enquête réalisée au titre de 2015 recense 1 832 unités légales résidentes ayant déclaré des investissements directs en capitaux propres à l'étranger. Comme la plupart des autres banques centrales, la Banque de France publie les stocks d'investissements directs environ dix-huit mois après la date d'arrêté des comptes, en raison des délais de collecte et de traitement des données comptables.

Les entités françaises investies par des non-résidents sont des entreprises industrielles et commerciales, des intermédiaires financiers et des compagnies d'assurance, dont le siège social est situé en France métropolitaine, dans un département d'outre-mer ou à Monaco, indépendamment de toute considération sur la nationalité des actionnaires ou associés qui les contrôlent de façon ultime. Ainsi, une entreprise résidente détenue par une *holding* étrangère appartenant à un groupe français sera prise en compte pour le calcul des stocks d'investissements directs étrangers en France. Les établissements et succursales, qui sont des unités de production géographiquement individualisées, mais juridiquement dépendantes de l'entreprise, font également partie, en principe, de la population recensée dès lors qu'elles disposent d'une comptabilité séparée de celle de l'entreprise étrangère dont elles dépendent.

Concernant les investissements directs étrangers en France, le recensement réalisé au titre de 2015 a conduit à collecter des informations relatives aux capitaux propres de 17 164 unités légales résidentes.

Ventilation géographique

Les sociétés non résidentes recensées dans l'enquête sont les filiales de premier rang de sociétés résidentes, dont les droits de vote sont détenus à hauteur de 10 % au moins et situées dans tout autre pays ou territoire que la France métropolitaine, les départements d'outre-mer, la collectivité territoriale de Saint-Pierre-et-Miquelon et la Principauté de Monaco. Elles étaient au nombre de 7 736 dans l'enquête sur les investissements directs en capitaux propres à fin 2015.

Selon la méthodologie définie dans la 6^e édition du *Manuel de balance des paiements* du FMI, la ventilation géographique est établie sur la base du pays de première contrepartie. Si une entreprise française investit en Chine *via* une filiale déjà implantée dans un autre pays ou territoire (Hong Kong par exemple), les statistiques géographiques de stocks d'investissements directs ne prendront en compte que le premier pays, et non la Chine, destination finale de l'investissement.

Des ventilations sont également diffusées en fonction du pays de résidence de l'investisseur ultime, défini comme étant l'entité qui est à l'origine de la chaîne de liens financiers (supérieurs à 50 %) constitutive d'un groupe. L'investisseur ultime (ou tête de groupe) est identifié afin d'avoir une meilleure connaissance de l'entité qui détient et contrôle en dernier ressort l'entreprise résidente qui a investi à l'étranger.

Ventilation sectorielle

La ventilation sectorielle est réalisée par référence aux activités attribuées à chaque société résidente dans le registre du commerce tenu par l'Institut national de la statistique et des études économiques (Insee). Elle est établie sur la base de la classification NAF REV2. Néanmoins,

avec le regroupement par les grands groupes internationaux de leurs filiales et participations sous le contrôle de sociétés *holdings*, la ventilation sectorielle traditionnelle perdait de sa pertinence. Les sociétés *holdings* sont par conséquent 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, l'ICB (*Industry Classification Benchmark*) a été choisi comme système de référence pour le reclassement des sociétés *holdings* investisseuses.

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 les deux tiers de la capitalisation boursière mondiale, parmi lesquelles Paris et New York ainsi que Londres. Le référentiel est à la base des indices sectoriels proposés par la plupart des grandes places boursières dans le monde.

Les catégories d'entreprises

Catégories d'entreprises définies par le décret d'application de la loi LME de 2008 (<https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c1057>) :

- petites et moyennes entreprises (PME) : effectif de moins de 250 personnes avec un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 50 millions d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 43 millions d'euros ;
- entreprises de taille intermédiaire (ETI) : effectif de 250 à 5 000 personnes, avec un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 1 500 millions d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 2 000 millions d'euros ;
- grandes entreprises (GE) : autres entreprises.

Une partie des investissements directs concerne des entités qui ne peuvent être classées en catégorie d'entreprises : « immobilier et administrations publiques » principalement.

Le crédit à la consommation en France et en Europe : tendances récentes et comparaisons internationales

Simon PERILLAUD
Julien URI
Direction générale
des Statistiques

Le crédit à la consommation continue de progresser en France en 2016 et au cours du premier trimestre 2017.

Ce dynamisme s'accompagne d'une poursuite de la transformation du marché : les crédits renouvelables reculent de nouveau au profit des prêts amortissables, largement du fait de la réforme introduite par la loi n° 2010-737 du 1^{er} juillet 2010. Parallèlement, les locations avec option d'achat (LOA) s'accroissent fortement depuis trois ans, soutenues par les dépenses automobiles des ménages.

Le taux d'intérêt moyen atteint un plus bas historique. Cela recouvre une grande diversité de situations tenant au type de crédit à la consommation, aux montants octroyés et à la nature de l'établissement distributeur. Ainsi, les crédits renouvelables se cantonnent à des financements de petits montants alors que les prêts personnels répondent à une grande variété de besoins. Une part importante des crédits renouvelables distribués par les établissements spécialisés se distingue par des taux d'intérêt élevés, proches des taux d'usure.

Les ménages français se caractérisent par un taux d'endettement par crédit à la consommation supérieur à la moyenne européenne. Cet endettement est essentiellement destiné à l'achat de véhicules.

Mots clés : crédit à la consommation, taux d'intérêt, prêts personnels, crédit renouvelable, découverts, location avec option d'achat

Codes JEL : E21, E32, E43, E51

Chiffres clés

5,5 %

le taux de croissance annuel des encours de crédits à la consommation au 1^{er} trimestre 2017

23,5 %

le taux de croissance annuel des locations avec option d'achat au 1^{er} trimestre 2017

3,6 %

le taux d'intérêt moyen des nouveaux prêts personnels en avril 2017

23,5 %

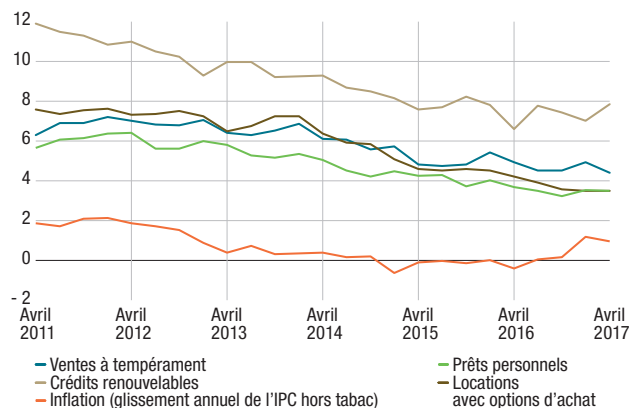
la part des ménages français déclarant détenir un crédit amortissable à la consommation en 2015

16,4 %

la part des ménages européens déclarant détenir un crédit amortissable à la consommation en 2015

Taux d'intérêt moyens des nouveaux crédits à la consommation, par type de crédit (TESE) et taux d'inflation

(taux en %)



Sources : Banque de France, Insee.

1. Le crédit à la consommation en France reste dynamique et se modifie structurellement

Une croissance à un rythme soutenu, comparable à celui de la zone euro

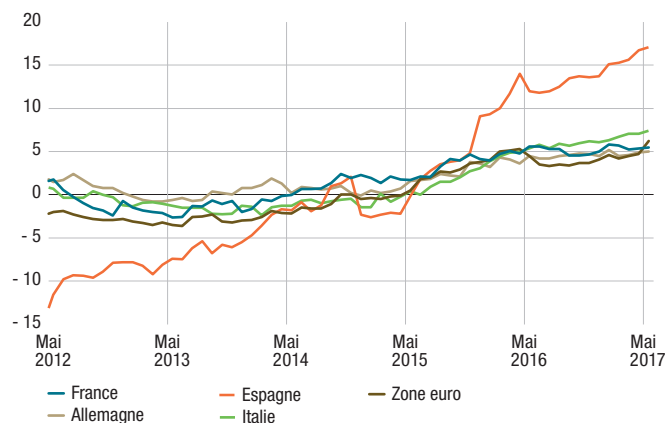
Après une phase de diminution entre la mi-2012 et la mi-2014, les encours de crédits à la consommation en France ont rebondi : depuis le début de 2017, ils progressent au rythme moyen de + 5,5 % par an (cf. graphique 1). Depuis deux ans, le taux de croissance des crédits à la consommation aux ménages¹ en France est proche de la moyenne de la zone euro, ainsi que de celui de l'Allemagne. Dans le même temps, l'Espagne et, dans une moindre mesure, l'Italie enregistrent des taux de croissance bien supérieurs (respectivement + 17,1 % et + 7,4 % à fin mai 2017). En Espagne, l'essor des prêts fait suite à une période de déclin qui s'est achevée au premier semestre 2015.

Ce dynamisme accompagne la reprise de la consommation des ménages depuis 2014

La croissance des crédits est notamment portée par la hausse de la consommation des ménages. Les dépenses de consommation trimestrielles des ménages ont progressé de près de 15 milliards d'euros (prix courants) entre la fin 2014 et le premier trimestre 2017, pour atteindre près de 300 milliards. Cette dynamique apparaît bien corrélée à moyen terme avec celle du crédit à la consommation, dont les flux nouveaux trimestriels augmentent de près de 5 milliards sur la même période (cf. graphique 2).

G1 Taux de croissance des crédits à la consommation aux ménages en Europe

(%, en glissement annuel)



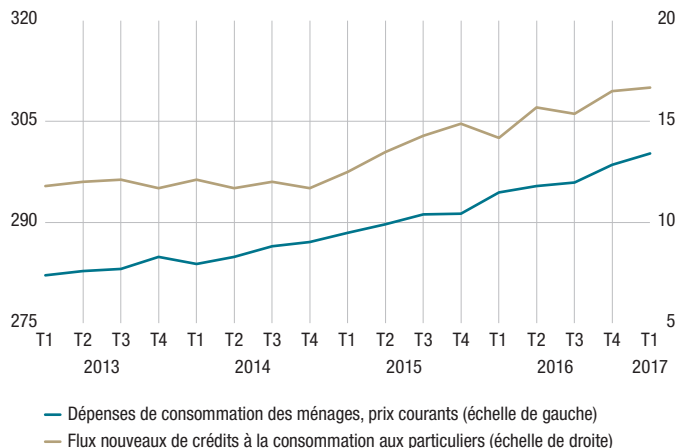
Note : Encours y compris titrisation pour les séries France et Italie, hors titrisation pour les autres pays et la zone euro.

Périmètre : Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages.

Sources : Banque de France, BCE.

G2 Dépenses de consommation des ménages et encours de crédits

(cvs, en milliards d'euros)



Sources : Banque de France, Insee.

¹ Les ménages regroupent, aux termes des normes statistiques internationales, les particuliers et les entrepreneurs individuels. C'est la seule base de comparaison disponible en Europe.

Les prêts amortissables et les locations avec options d'achat augmentent

Depuis juin 2015, les prêts amortissables² progressent plus rapidement que l'encours total de crédits à la consommation (+ 6,8 % en glissement annuel à la fin du premier trimestre 2017, contre + 5,5 % pour les encours totaux, cf. graphique 3).

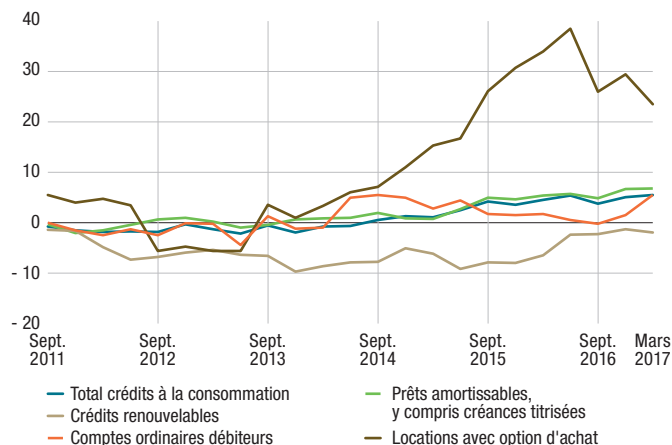
À fin mars 2017, les encours de crédits à la consommation aux particuliers approchent 162 milliards d'euros. Les prêts amortissables en constituent l'essentiel : plus de 110 milliards, soit 70 % des encours, dont 45 % pour les seuls prêts personnels (cf. tableau 1). Les crédits renouvelables pèsent 12 % de l'ensemble, tandis que les locations avec option d'achat (LOA) et les découverts représentent respectivement 6 % et 5 % des encours³.

Les crédits renouvelables continuent de diminuer

Les encours de crédits renouvelables diminuent de 1,9 % à la fin mars 2017. Les évolutions récentes prolongent ainsi, quoi qu'à un rythme plus faible, le mouvement continu de baisse entamé à l'automne 2008. Depuis cette date, l'encours de crédits renouvelables a diminué de près

G3 Taux de croissance des crédits à la consommation aux particuliers par instrument

(%, en glissement annuel)



Source : Banque de France.

de 40 %. De fait, dans les crédits souscrits par les ménages, les prêts amortissables se sont progressivement substitués aux crédits renouvelables (cf. graphique 4). C'est ainsi que les encours de crédits renouvelables ne représentent plus que 19 milliards d'euros sur un encours total de 162 milliards, soit environ 12 %, quand leur part atteignait 22 % en 2008. Ceci tient notamment

2 Les prêts amortissables sont des prêts dont la mensualité et la durée de remboursement sont fixées lors de la souscription. Ils recouvrent les prêts personnels, les ventes à tempérament et les créances titrisées.

3 Les 7 % restants correspondent à d'autres crédits à la consommation, comprenant notamment des prêts sur carte de crédits et des avances sur avoirs financiers.

T1 Encours de crédit à la consommation aux particuliers par instrument

(en milliards d'euros, cvs)

	2015				2016				2017
	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars
Total crédit à la consommation particuliers	146,7	148,1	151,7	152,0	153,4	156,1	157,5	159,7	161,8
dont : Prêts amortissables y compris créances titrisées	100,2	101,8	104,6	104,8	105,6	107,7	109,8	111,8	112,8
Comptes ordinaires débiteurs	7,4	7,6	7,7	7,6	7,6	7,7	7,6	7,7	8,0
Crédits renouvelables	21,1	20,2	20,0	19,8	19,8	19,7	19,6	19,6	19,4
Locations avec option d'achat	5,7	6,0	6,6	7,1	7,7	8,4	8,3	9,2	9,5

Note : Les créances titrisées désignent ici des crédits amortissables ayant fait l'objet d'une titrisation.

Source : Banque de France.

aux évolutions du cadre réglementaire, le législateur ayant cherché à favoriser un endettement plus responsable et offrant une plus grande protection aux consommateurs, à travers la « loi Lagarde ⁴ », puis la « loi Hamon ⁵ ». C'est ainsi que la législation de l'usure a été réformée, afin d'uniformiser les taux maximums des crédits renouvelables et des crédits amortissables, ou encore que le recours au crédit renouvelable a été plus fortement encadré.

Cette contraction de la part du crédit renouvelable s'est accompagnée d'une évolution des parts de marché des différents canaux de distribution des crédits renouvelables (cf. graphique 5). Alors que les établissements spécialisés détenaient en 2011 la majorité des crédits renouvelables (58 % en mars 2011, contre 39 % pour le canal bancaire), ils ne représentent plus que 43 % de ces crédits en mars 2017, contre 52 % pour le canal bancaire ⁶.

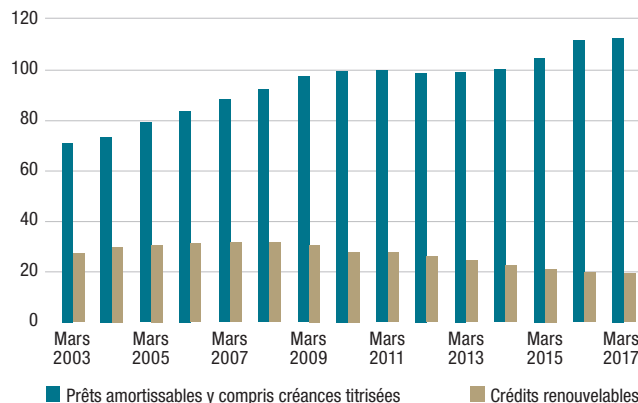
La LOA accompagne l'augmentation des dépenses de consommation dans l'automobile

La location avec option d'achat (LOA), ou crédit-bail, est une opération de crédit à la consommation par laquelle le prêteur met à la disposition de l'emprunteur (personne physique) un bien d'équipement ou un véhicule pour une durée déterminée, en échange du versement périodique d'un loyer (après un éventuel apport initial). Le prêteur demeure le propriétaire du bien durant toute la durée du contrat et, à l'issue de ce dernier, l'emprunteur peut choisir d'acquérir le bien pour une valeur définie à l'origine ou de le restituer. L'encours de LOA progresse très rapidement depuis près de trois ans. Le rythme a quelque peu ralenti depuis le deuxième trimestre 2016, date à laquelle la croissance atteignait près de 40 % en glissement annuel. Toutefois, les encours augmentent encore de 23,5 % en rythme annuel à fin mars 2017, pour atteindre près de 10 milliards d'euros (cf. graphiques 3 et 6).

Ces évolutions reflètent un recours accru au financement par LOA des achats d'automobiles.

G4 Encours de prêts personnels et de crédits renouvelables aux particuliers

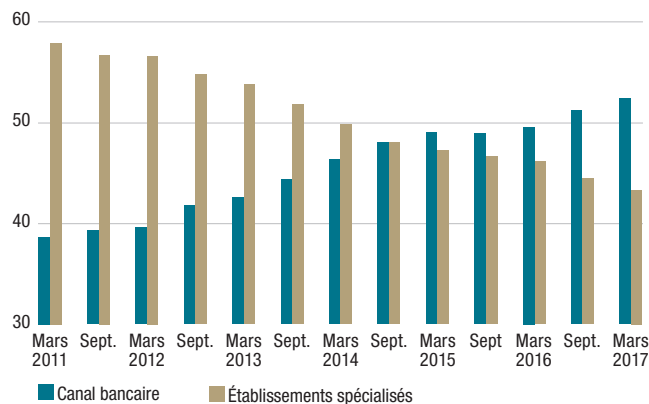
(en milliards d'euros, cvs)



Source : Banque de France.

G5 Part de marché de l'encours de crédits renouvelables par type de distributeur

(en %)



Source : Banque de France.

C'est ainsi qu'à fin mars 2017, dans les bilans des banques de constructeurs automobiles, les encours de LOA sont en moyenne 2,5 fois plus importants que ceux de prêts « classiques » (ventes à tempérament principalement).

4 Loi n° 2010-737 du 1^{er} juillet 2010 portant réforme du crédit à la consommation.

5 Loi n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation.

6 Le reste des crédits renouvelables est distribué par d'autres canaux, notamment les banques à distance.

Non sans lien, les dépenses des ménages français en automobiles progressent de manière continue depuis le début de l'année 2015. Après un bond atteignant + 8,0 % au premier trimestre 2016, elles progressent encore de + 2,3 % en glissement annuel au premier trimestre 2017 (cf. graphique 6).

2. Les taux d'intérêt sont stables à des niveaux historiquement bas, mais varient selon les formes de crédits et le type d'établissement distributeur

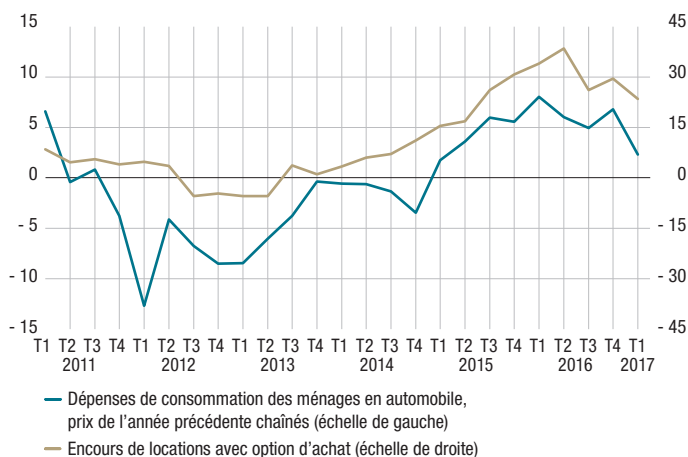
Les taux d'intérêt des crédits à la consommation sont stables à un niveau historiquement bas

Les taux d'intérêt des nouveaux crédits à la consommation sont stables début 2017, après une baisse quasi ininterrompue depuis fin 2012. Ainsi, le taux effectif au sens étroit (TESE)⁷ des prêts personnels s'élève en moyenne à 3,7 % au premier semestre 2017, soit le même niveau que la moyenne de 2016, contre 6,1 % en 2012 (cf. graphique 7). De même, le TESE des LOA est stable à 3,6 %, contre 7,5 % en 2012. Enfin, le TESE des ventes à tempérament s'élève à 4,8 % début 2017, après 5,0 % en 2016 et 7,0 % en 2012.

La réglementation de l'usure prévoit trois catégories de prêts, selon leurs montants : moins de 3 000 euros, entre 3 000 et 6 000 euros, plus de 6 000 euros. Les niveaux des taux des établissements spécialisés ont suivi l'évolution des taux de l'usure pour chaque catégorie de montants (cf. graphique 8 *infra*), tandis que ceux des réseaux bancaires ont connu une baisse continue pour toutes les catégories de montant. Ainsi, les taux effectifs globaux (TEG) pratiqués par les établissements spécialisés s'élèvent en moyenne, au premier semestre 2017, à 6,5 % pour les crédits renouvelables d'un montant supérieur à 6 000 euros, à 12,3 %, pour les crédits d'un

G6 Consommation des ménages en biens automobiles et encours de locations avec option d'achat

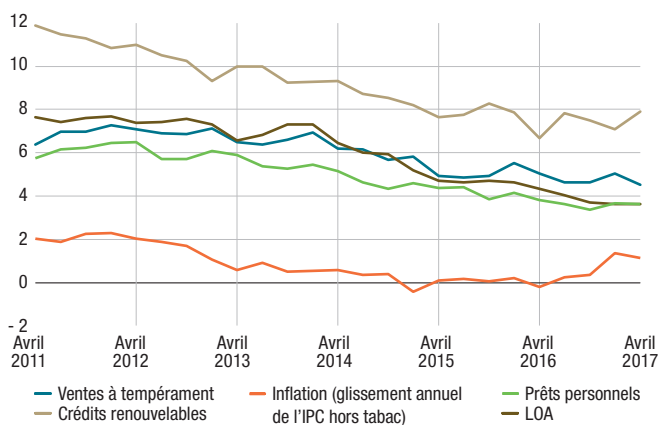
(%, en glissement annuel)



Source : Banque de France.

G7 Taux d'intérêt moyens des nouveaux crédits à la consommation, par type de crédit (TESE) et taux d'inflation

(en %)



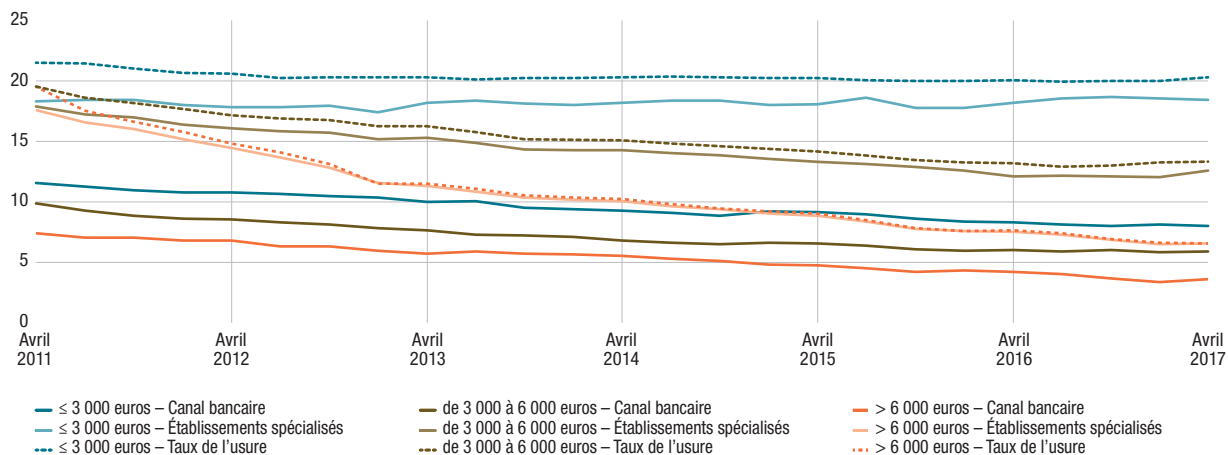
Sources : Banque de France, Insee.

montant compris entre 3 000 et 6 000 euros et à 18,5 % pour les crédits d'un montant inférieur ou égal à 3 000 euros.

7 Le TESE correspond au taux effectif global (TEG) diminué des charges qui ne sont pas des intérêts au sens comptable du terme, c'est-à-dire principalement l'assurance et les frais de dossier.

G8 Taux d'intérêt moyens des nouveaux crédits renouvelables et seuils de l'usure, par catégorie de montant et réseau de distribution (TEG)

(en %)



Source : Banque de France.

Les crédits renouvelables se caractérisent par des plus petits montants et des taux d'intérêts plus élevés

Une représentation bidimensionnelle des caractéristiques des nouveaux crédits émis en avril 2017, selon le TESE et le montant emprunté, permet de constater que, si les prêts personnels couvrent une large gamme de montants, les crédits renouvelables se concentrent sur de petits montants : la moitié d'entre eux porte sur des montants inférieurs à 1 000 euros, et 93 % sur des montants inférieurs à 5 000 euros, contre 35 % pour les prêts personnels.

Cette différenciation selon les montants empruntés entre prêts personnels et crédits renouvelables s'accompagne d'une différenciation des taux d'intérêts pratiqués. Ainsi, les crédits dont le TESE est supérieur à 6 % représentent moins de 10 % des prêts personnels émis en avril 2017, tandis qu'ils représentent 97 % des crédits renouvelables utilisés durant la même période.

À l'intérieur de chaque catégorie d'usure, les crédits renouvelables se situent souvent à la frontière du taux d'usure applicable en fonction du montant, alors que les prêts personnels se distribuent indépendamment de leur montant autour d'un taux moyen de 3,6 % (cf. graphiques 9). C'est ainsi que 50 % des crédits renouvelables présentent un TESE inférieur de moins de 80 points de base au taux d'usure applicable, tandis que la proportion est seulement de 3 % pour les prêts personnels.

Les établissements spécialisés privilégient des offres de crédit de petits montants et de taux d'intérêt plus élevés

Les établissements spécialisés concentrent leur offre de crédits sur des petits montants : 87 % des crédits émis en avril 2017 correspondent à des montants inférieurs à 3 000 euros et, pour environ la moitié, inférieurs à 1 000 euros. Le canal bancaire généraliste distribue davantage de crédits de montant unitaire élevé : seulement 73 % des crédits émis en avril 2017

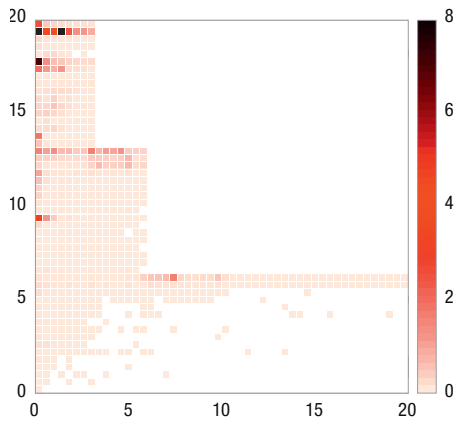
correspondent à des montants inférieurs à 3 000 euros et un tiers environ à des montants inférieurs à 1 000 euros. Cette différenciation

se traduit par des taux pratiqués plus élevés pour les établissements spécialisés (cf. graphiques 10).

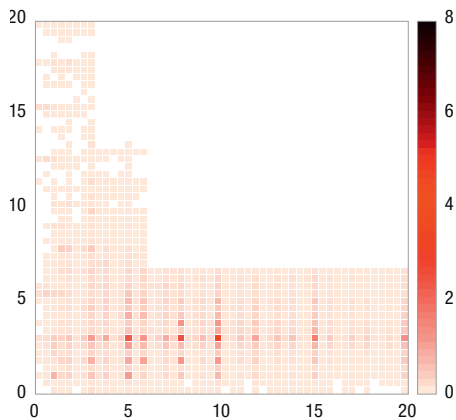
G9 Représentation par taux et par montant de la fréquence des nouveaux crédits la consommation accordés en avril 2017

(échelle de gauche : taux TESE en %, échelle de droite : probabilité en % d'observer le couple (X,Y))

a) Crédits renouvelables



b) Prêts personnels

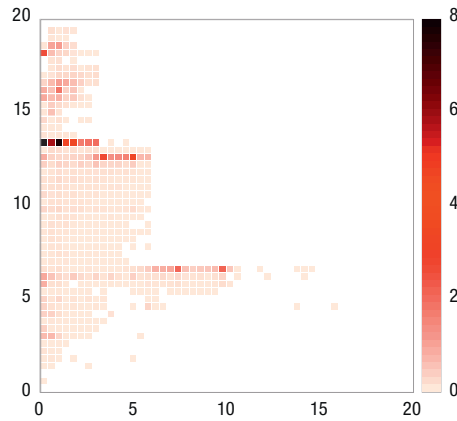


Lecture : Chaque carré représente une partition des montants et des taux selon des intervalles prédéfinis, tandis que l'intensité de la couleur du carré correspond à la fréquence d'observation de nouveaux crédits correspondant à ces intervalles.
Source : Banque de France.

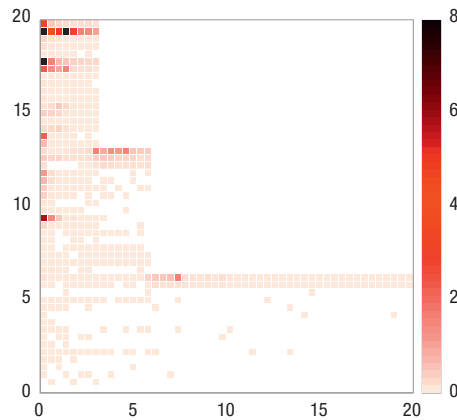
G10 Représentation par taux et par montant de la fréquence des nouveaux crédits renouvelables accordés en avril 2017

(échelle de gauche : taux TESE en %, échelle de droite : probabilité en % d'observer le couple (X,Y))

a) Canal bancaire



b) Établissements spécialisés



Lecture : Cf. graphiques G9.
Source : Banque de France.

3. Les ménages français ont plus largement recours au crédit à la consommation dans un marché européen hétérogène

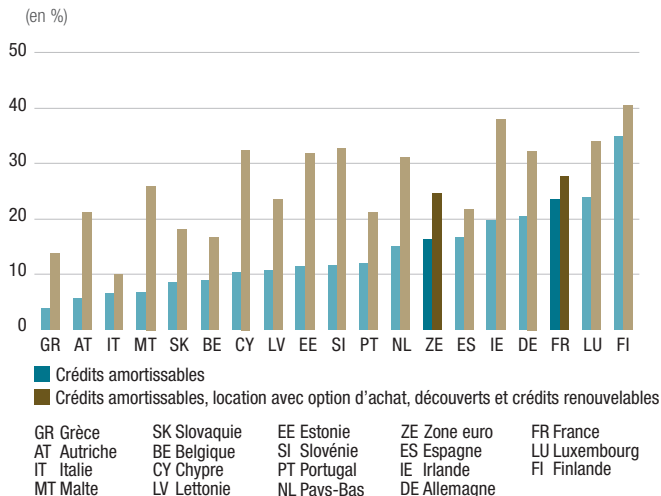
La part des ménages détenant un crédit à la consommation est supérieure en France à la moyenne de la zone euro du fait d'un recours très important aux crédits amortissables

Selon l'enquête européenne sur le patrimoine des ménages (*Household finance and consumption survey* ou HFCS) de 2015, 27,7 % des ménages français déclarent détenir au moins un crédit à la consommation⁸, dont 23,5 % sous forme de prêts amortissables (cf. graphique 11). Alors que les ménages français se placent au neuvième rang de la zone euro en termes de recours aux crédits à la consommation au sens large, ils sont au troisième rang en termes de recours aux crédits amortissables.

Le recours plus marqué des ménages français au crédit à la consommation se traduit par un taux d'endettement⁹ un peu plus élevé que la moyenne de la zone euro (5,2 % du revenu brut contre 3,7 % pour les seuls crédits amortissables, 5,6 % pour l'ensemble des crédits à la consommation ; cf. graphique 12). Néanmoins, les cas d'endettement supérieurs à 30 % du revenu brut apparaissent limités en France. Le troisième quartile des taux d'endettement des ménages français s'élève à 25,0 %, contre 26,3 % en moyenne en zone euro, 36,5 % pour les ménages espagnols et près de 50 % pour les ménages néerlandais. Ceci s'explique notamment par le fait que les prêts accordés par les établissements bancaires français sont limités par des critères de revenus, les banques n'accordant en général de crédit que dans la limite du tiers du revenu du ménage emprunteur.

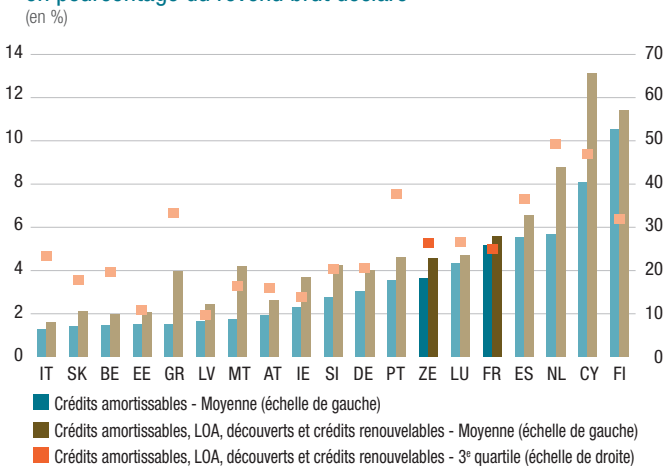
Les ménages français se distinguent par un recours plus faible aux crédits à la consommation non amortissables (LOA, découverts, etc.) que les ménages de la zone euro (cf. graphique 13).

G11 Taux de détention de crédit à la consommation



Sources : Banque de France, Insee et Banque centrale européenne (HFCS).

G12 Taux d'endettement des ménages par crédit à la consommation en pourcentage du revenu brut déclaré



Note : Les codes pays ci-dessus (codes ISO) sont explicités dans le graphique 11. Revenu annuel brut déclaré dans l'enquête HFCS.

Sources : Banque de France, Insee et BCE (HFCS).

⁸ Ici, sont considérés comme crédits à la consommation les prêts non garantis dont l'objet n'est ni l'achat d'une résidence secondaire ou principale, ni le financement de gros travaux immobiliers, ni le financement de l'activité professionnelle.

⁹ Ici, le taux d'endettement est défini comme le ratio de l'encours total de crédit à la consommation sur l'ensemble des revenus bruts déclarés par les ménages.

Ainsi, malgré le développement des LOA observé en France ces dernières années, le niveau d'emprunt déclaré à ce titre par les ménages français demeure inférieur à la moyenne de la zone euro (0,8 %, contre 2,1 %) et nettement inférieur à celui des ménages allemands (4,0 %). De même, si 6,1 % des ménages français déclarent détenir un (ou plusieurs) compte(s) à découvert ou un crédit renouvelable, la moyenne se situe à 8 % pour les ménages de la zone euro, et à plus de 14 % pour les ménages allemands. Enfin, 1,4 % des ménages français déclarent devoir rembourser un prêt sur carte de crédit, contre 3,6 % des ménages de la zone euro.

Les ménages les plus modestes sont comparativement moins nombreux à avoir recours au crédit à la consommation en France qu'au sein de la zone euro

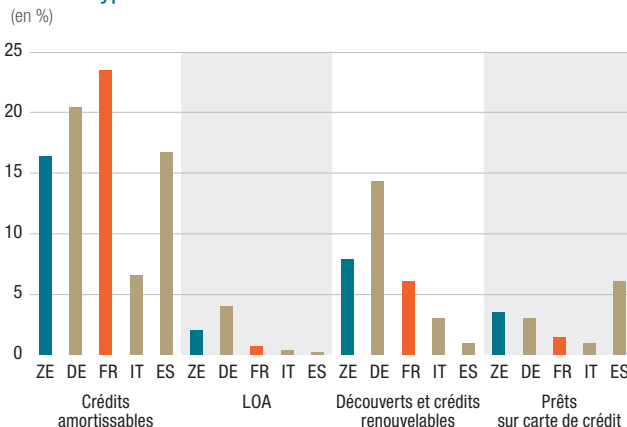
Les ménages titulaires des revenus les plus faibles¹⁰ représentent 16,1 % des ménages déclarant détenir un crédit à la consommation en France, soit une proportion inférieure à celle de la zone euro (18,1 %). Ces ménages représentent plus de 20 % des détenteurs de crédits à la consommation en Allemagne, en Autriche et aux Pays-Bas (cf. graphique 14).

De surcroît, le taux de détention de crédits amortissables de ces ménages aux revenus modestes est à un niveau proche de la moyenne en zone euro (3,1 %, contre 3,0 %), et nettement inférieur à celui des ménages néerlandais et allemands (respectivement 4,1 % et 4,8 %, cf. graphique 15).

L'objet du crédit amortissable diffère nettement entre les pays de la zone euro

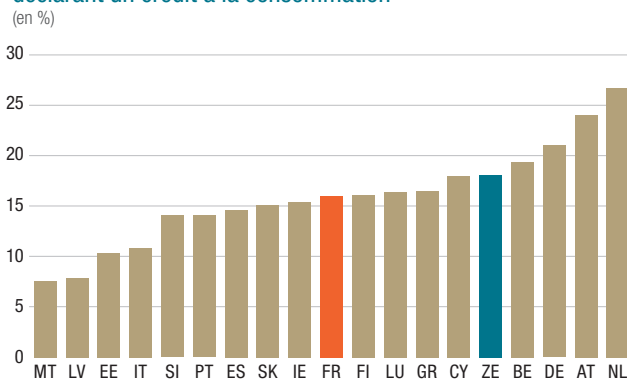
Si les ménages français se distinguent par un taux de recours important au crédit amortissable afin de financer l'achat d'un véhicule (15,4 %, contre 8,0 % en moyenne en zone euro), les ménages allemands ont davantage recours à ce type de financement pour leurs dépenses d'éducation (3,5 %) que le reste des ménages

G13 Taux de détention de crédit à la consommation selon le type de crédit



Note : Les codes pays ci-dessus (codes ISO) sont explicités dans le graphique 11.
Sources : Banque de France, Insee et Banque centrale européenne (HFCS).

G14 Part des ménages déclarant un revenu brut inférieur au premier quartile de leur pays dans l'ensemble des ménages déclarant un crédit à la consommation

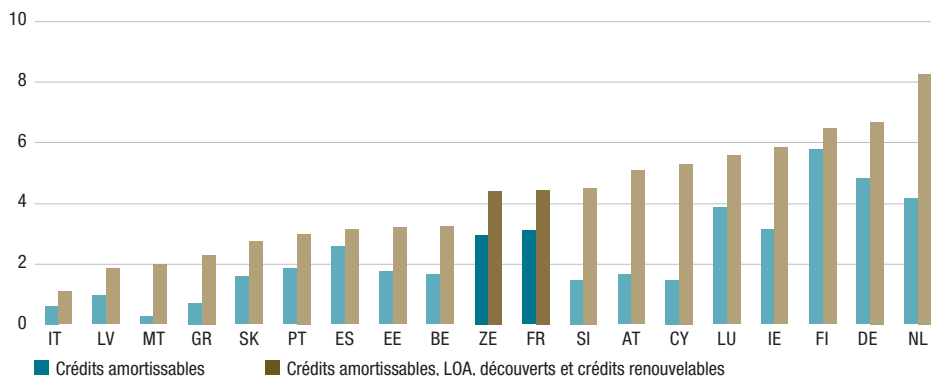


Note : Les codes pays ci-dessus (codes ISO) sont explicités dans le graphique 11.
Sources : Banque de France, Insee et Banque centrale européenne (HFCS).

¹⁰ Ici, les ménages dont les revenus bruts déclarés sont inférieurs au premier quartile de revenus bruts de leur pays.

G15 Taux de détention de crédit à la consommation des ménages déclarant un revenu brut inférieur au premier quartile de leur pays

(en %)



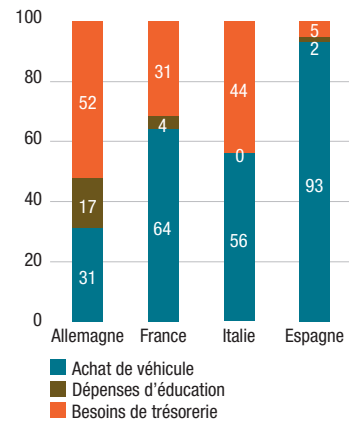
Note : Les codes pays ci-dessus (codes ISO) sont explicités dans le graphique 11.
Sources : Banque de France, Insee et Banque centrale européenne (HFCS).

de la zone euro (1,9 %), de même que pour satisfaire des besoins de trésorerie (9,9 %, contre 5,7 %, cf. graphique 16).

Hors crédits pour remboursement de dette, le financement de l'achat de véhicule représente

G17 Ventilation des crédits à la consommation déclarés selon l'objet du crédit

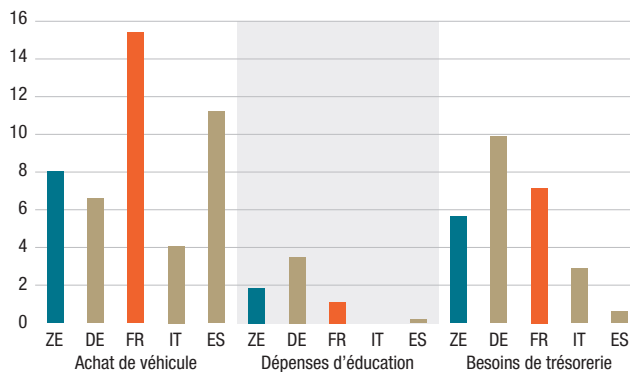
(en %)



Sources : Banque de France, Insee et Banque centrale européenne (HFCS).

G16 Taux de détention de crédit à la consommation selon l'objet du crédit

(en %)



Sources : Banque de France, Insee et Banque centrale européenne (HFCS).

la majorité (en nombre de crédits) des crédits à la consommation déclarés en Espagne (93 %), en France (64 %) et en Italie (56 %). En Allemagne, 52 % des crédits à la consommation ont pour objet le financement d'un besoin de trésorerie (cf. graphique 17).

La reprise de l'activité des PME françaises se confirme en 2016

Adrien BOILEAU,
Maïté LOSTE
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

La situation économique française en 2016 est marquée par une reprise de la croissance du PIB (+ 1,1 %). Dans ce contexte, la croissance de l'activité des petites et moyennes entreprises (PME) se confirme avec des hausses du chiffre d'affaires et de la valeur ajoutée respectivement de 3,0 % et 3,6 %.

Il en résulte une augmentation du besoin en financement d'exploitation de l'activité (+ 5,1 %). La performance économique s'améliore avec un excédent brut d'exploitation en hausse de 3,9 %.

Le taux de marge se maintient à 22,0 %, et les rentabilités économique et financière se stabilisent en 2016. L'investissement redémarre, avec une hausse de 2,7 %, alors qu'il était en recul depuis 2012.

Les PME se désendettent et renforcent leurs structures financières. Enfin, la part des dettes bancaires dans l'endettement financier continue de diminuer.

Mots clés : PME, activité, rentabilité, investissement, taux de marge, capitaux propres, endettement

Codes JEL : E22, E23, G30,
G33, L25

NB : Les auteurs remercient
Franck Lemaire
et Karelle Thiebot-Goget
pour leur assistance.

Chiffres clés

3,0 %

la hausse du chiffre d'affaires des PME

22 %

le taux de marge des PME en 2016

2,7 %

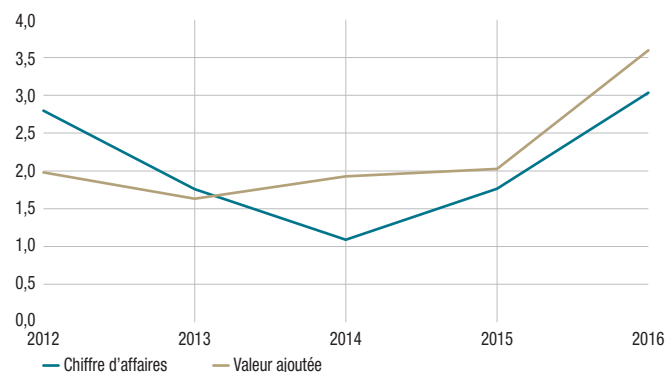
la hausse de l'investissement

359 milliards d'euros

les encours de crédits aux PME
(Service central des risques
de la Banque de France)

Reprise de l'activité des PME en 2016

(en %)



Source : Banque de France, base FIBEN (juin 2017).

1. L'activité des PME s'accélère en 2016

Le chiffre d'affaires augmente nettement

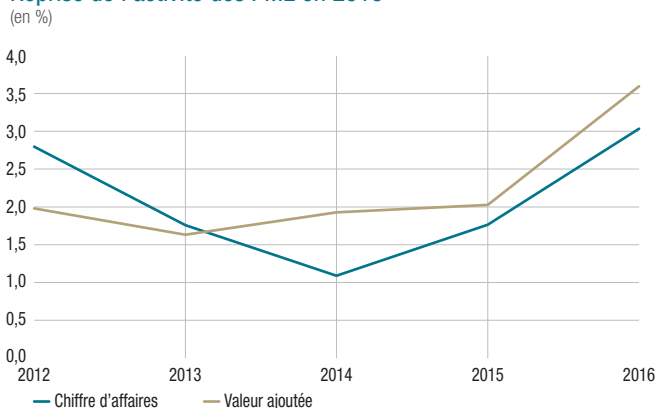
En 2016, la croissance du chiffre d'affaires (CA) des PME s'accélère pour atteindre 3 %, ce qui constitue la hausse la plus marquée depuis quatre ans (cf. graphique 1). Cette croissance est similaire dans la plupart des secteurs. Cependant, elle est plus robuste dans le secteur des conseils et services aux entreprises (+ 6 %). Le redressement le plus marqué de l'activité se situe dans la construction (+ 2,6 % en 2016, après - 0,8 % en 2015, cf. tableau 1).

Le dynamisme de l'activité des PME se traduit également par une progression significative de leur valeur ajoutée (VA) en 2016 (+ 3,6 %). Les secteurs du commerce et de l'industrie manufacturière, qui représentent près de la moitié de la VA des PME, ont été particulièrement prospères en 2016 et affichent des taux de croissance de la VA de 3,4 % et 3,5 % respectivement.

Les besoins de financement progressent

Tirés par l'activité, les besoins en financement d'exploitation ¹ progressent en 2016 de 5,1 %

G1 Reprise de l'activité des PME en 2016



Source : Banque de France, base FIBEN (juin 2017).

(cf. tableau 2). Tous les secteurs d'activité sont concernés par cette hausse, mais celle-ci est très marquée dans les secteurs des transports et entreposage et des conseils et services aux entreprises.

La croissance demeure rentable

L'excédent brut d'exploitation (EBE) croît dans des proportions légèrement supérieures à la VA (3,9 % en 2016), malgré la progression des charges de personnel (3,7 %). Avec un niveau

¹ Renvoyant aux besoins en fonds de roulement d'exploitation (BFRE)

T1 Chiffre d'affaires et valeur ajoutée, par secteur d'activité

(en %)

	Répartition	Chiffre d'affaires				Valeur ajoutée				
		Taux de croissance				Taux de croissance				
		2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
Ensemble des PME	100,0	1,8	1,1	1,8	3,0	100,0	1,6	1,9	2,0	3,6
Dont principaux secteurs :										
Industrie manufacturière	18,0	1,1	1,7	1,7	2,7	21,0	0,7	2,2	1,6	3,5
Construction	10,7	1,1	0,4	- 0,8	2,6	13,7	0,6	0,1	- 0,9	2,4
Commerce	47,7	1,7	0,1	1,5	2,7	27,3	1,2	1,5	1,9	3,4
Transports et entreposage	4,1	1,9	2,4	1,9	2,1	5,6	2,8	3,8	2,9	3,8
Conseils et services aux entreprises	8,1	3,0	3,2	4,9	6,0	13,0	3,0	2,7	4,2	5,4

Champ : PME non financières définies au sens de la LME.

Note : Les variations sont calculées sur un échantillon de PME dont les bilans sont présents dans FIBEN pour deux exercices consécutifs (population cylindrique). Les entrées et sorties de l'échantillon dues à des absorptions, des défaillances ou des créations d'entreprises ne sont donc pas prises en compte. La taille et le secteur retenus sont ceux de l'année N-1, quelle que soit la situation de l'entreprise en N.

Source : Banque de France, base FIBEN (juin 2017).

T2 BFRE et BFR des PME, par secteur d'activité

(en %)

	Besoin en fonds de roulement d'exploitation					Besoin en fonds de roulement				
	Répartition	Taux de croissance				Répartition	Taux de croissance			
	2016	2013	2014	2015	2016	2016	2013	2014	2015	2016
Ensemble des PME	100,0	0,5	3,4	2,5	5,1	100,0	3,8	7,2	2,2	4,6
Dont principaux secteurs :										
Industrie manufacturière	35,3	0,9	3,4	2,7	5,0	20,1	2,6	4,4	3,0	4,7
Commerce	45,0	2,8	5,2	3,6	4,5	8,2	4,8	7,9	4,4	4,4
Construction	11,2	-0,2	4,9	0,3	2,3	20,8	4,9	10,2	0,7	1,1
Transports et entreposage	1,0	-16,4	7,2	-10,1	20,5	9,0	-1,5	19,2	-2,4	16,4
Conseils et services aux entreprises	3,8	1,3	-4,9	0,3	27,3	10,5	42,3	26,8	-14,8	39,1

Champ, note et source : Cf. tableau 1.

de croissance de la VA et de l'EBE comparable, le taux de marge (rapport de l'excédent brut d'exploitation sur la valeur ajoutée) est stable en 2016, à 22 %. Celui-ci reste très contrasté entre les différents secteurs : le taux de marge dans le commerce retrouve son niveau d'avant crise (23,4 % en 2016, contre 24,1 % en 2007) et celui de la construction, bien que stable depuis 2012, reste à un niveau relativement bas sur la période (14,8 % en 2016).

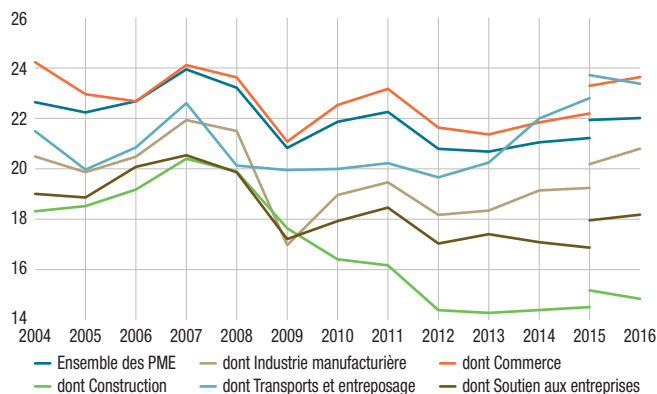
2. Les rentabilités se stabilisent

La rentabilité économique mesure l'efficacité de l'appareil productif des PME, en rapportant l'excédent net d'exploitation à l'actif économique, constitué du besoin en fonds de roulement d'exploitation et des actifs corporels et incorporels dédiés à l'exploitation (terrains, constructions, machines, outils, brevets, etc.). En 2016, la rentabilité économique des PME est stable à 7,7 % (contre 7,6 % en 2015, cf. graphique 3a).

La rentabilité financière, quant à elle, mesure la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires, en rapportant la capacité d'autofinancement aux capitaux propres. En 2016, la rentabilité financière des PME reste également stable à 9,2 % (contre 9,3 % en 2015).

G2 Taux de marge

(en %)



Champ : Cf. tableau 1.

Note : Pour l'année 2016, les variations sont calculées sur un échantillon de PME dont les bilans sont présents dans FIBEN à la fois en 2015 et 2016 (population cylindrée). La taille et le secteur retenus sont ceux de 2015, quelle que soit la situation de l'entreprise en 2016.

Source : Banque de France, base FIBEN (juin 2017).

T3 De la valeur ajoutée à l'excédent brut d'exploitation

(taux de croissance en %)

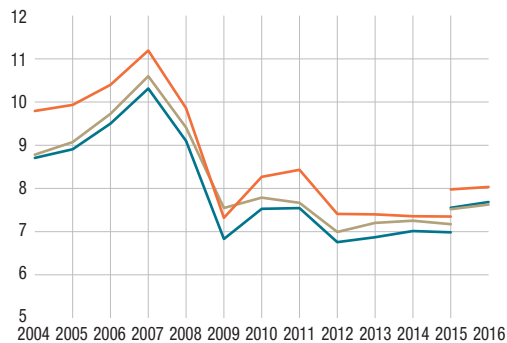
	Ensemble des PME			
	2013	2014	2015	2016
Valeur ajoutée	1,6	1,9	2,0	3,6
Charges de personnel	1,9	2,0	2,3	3,7
Impôts à la production	3,1	-1,4	-3,8	2,1
EBE	0,0	2,5	1,9	3,9

Champ et note : Cf. tableau 1.

G3 Rentabilité

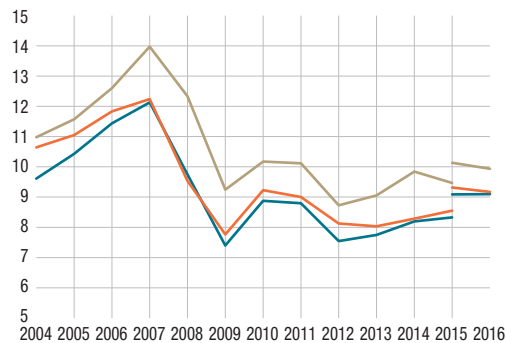
a) Rentabilité économique

(excédent net d'exploitation/capital d'exploitation en %)



b) Rentabilité financière

(capacité nette d'autofinancement/capitaux propres en %)



— Ensemble des PME — dont PME mono-unité légale — dont PME multi-unités légales

Champ, note et source : Cf. tableau 1.

3. L'investissement des PME reprend

L'investissement des PME progresse de 2,7 % en 2016, après quatre années de baisse consécutives (cf. tableau 4). Dans un contexte marqué par une croissance de 1,1 % du PIB, l'investissement bénéficie d'une amélioration de la VA et de la faiblesse des taux d'intérêt. Cette reprise coïncide également avec les mesures en faveur de l'investissement productif à travers le dispositif de suramortissement, en vigueur d'avril 2015 à avril 2017.

La situation est marquée par une disparité sectorielle. En effet, les secteurs de la construction (et notamment de la promotion immobilière) et des transports (chantiers ferroviaires et navals en particulier) connaissent, proportionnellement, le plus fort accroissement du montant de leurs investissements, soit respectivement 15,7 % et 10,7 % par rapport à 2015.

Néanmoins, le secteur contribuant le plus à cette augmentation est celui de l'industrie manufacturière,

T4 Évolution de l'investissement des PME (2009-2016)

(en %)

	Répartition			Variations					
	2016	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ensemble des PME	100,0	- 16,4	- 6,2	10,3	- 10,7	- 7,1	- 1,2	- 3,3	2,7
Dont principaux secteurs :									
Industrie manufacturière	20,1	- 12,8	1,0	11,3	- 2,5	- 4,6	9,0	0,9	6,6
Construction	8,2	- 11,5	- 12,1	9,5	- 6,0	- 8,5	- 2,1	- 5,8	15,7
Commerce	20,8	- 18,1	- 6,7	0,2	- 12,0	- 11,7	- 4,0	- 4,9	0,2
Transports et entreposage	9,0	- 23,7	- 10,2	7,9	10,7	- 2,0	0,9	5,1	10,7
Conseils et services aux entreprises	10,5	- 15,8	- 9,4	21,2	- 9,1	5,3	- 7,3	0,4	5,6

Champ, note et source : Cf. tableau 1.

en raison de son poids économique (20,1 % de l'investissement global des PME, cf. tableau 4). *A contrario*, le secteur du commerce, qui a un poids équivalent, ne participe que faiblement à cette reprise, en stabilisant ses investissements (+ 0,2 %), après quatre années successives de baisse.

Pour l'ensemble des PME, l'augmentation de la VA (3,6 %) étant plus élevée que celle de l'investissement (2,7 %), le taux d'investissement (investissement/VA) reste relativement stable (+ 0,2 %). Il existe un décalage entre la relance de l'activité et la décision des chefs d'entreprises d'investir. En effet, ces derniers ont préalablement besoin de voir leurs résultats se confirmer.

4. Les dividendes distribués augmentent légèrement

Alors que le résultat courant se maintient, le taux d'épargne, défini par le rapport entre l'autofinancement et le revenu global ², recule légèrement (de 14,3 % en 2015 à 14,1 % en 2016, cf. graphique 5), en raison de l'amélioration de la VA et d'une légère augmentation des dividendes distribués ³. La part du revenu global versée aux impôts se redresse légèrement en 2016 (de 7,3 % en 2015 à 7,5 % en 2016).

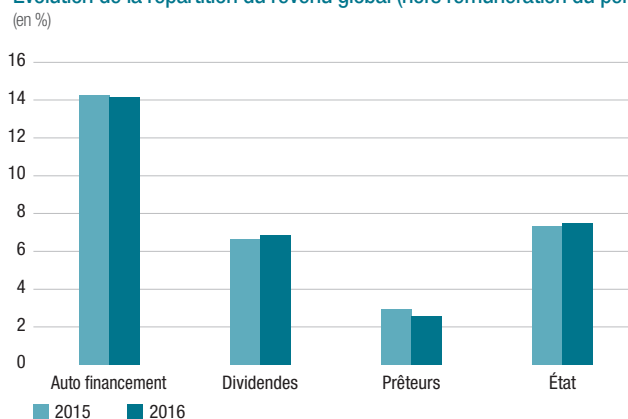
D'une manière générale, la capacité d'autofinancement (CAF) sert à financer les investissements, rembourser les emprunts, consolider le fonds de roulement et rémunérer l'actionnariat de l'entreprise. Dans la mesure où les remboursements d'emprunts et la gestion du fonds de roulement sont des opérations relativement stables dans le temps, une politique de plus grande distribution des dividendes affecte mécaniquement les possibilités d'investir.

G4 Évolution du taux d'investissement des PME



Champ, note et source : Cf. tableau 1.

G5 Évolution de la répartition du revenu global (hors rémunération du personnel)



Champ, note et source : Cf. tableau 1.

5. Les PME se désendettent

La structure financière des PME se renforce, alimentée par des résultats qui ont plus que doublé par rapport à 2015.

Les capitaux propres ramenés au total des ressources sont en progression de 7,1 % entre 2015

² Le revenu global se répartit entre l'État, les prêteurs, les salariés, les actionnaires et l'autofinancement de l'entreprise.

³ L'autofinancement de l'exercice se définit par la capacité d'autofinancement (CAF) de l'exercice, diminuée des dividendes mis en paiement.

Encadré

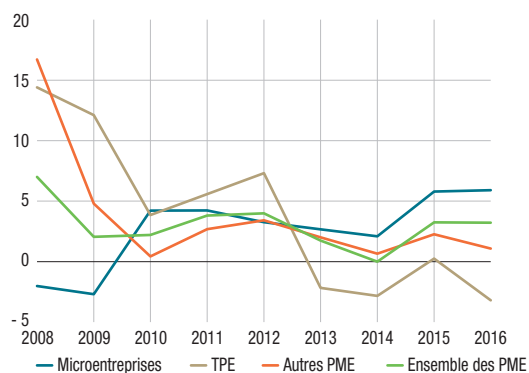
La dynamique du crédit des PME (2008-2016)

À fin décembre 2016, les crédits mobilisés par les petites et moyennes entreprises (PME) représentent 359 milliards d'euros ¹, soit une progression de près d'un tiers depuis 2007 (31 %). Très dynamique en 2008 (7 %), la croissance s'essouffle ensuite, mais reste positive sur la période, avec une progression moyenne de 2,5 % par an (2009-2016).

Pour avoir une analyse plus fine du comportement des entreprises en matière d'endettement et mesurer le comportement des entreprises sous le seuil de collecte FIBEN (chiffre d'affaires supérieur à 750 000 euros), nous avons décomposé l'endettement, dans l'échantillon des PME, en fonction de leur taille ².

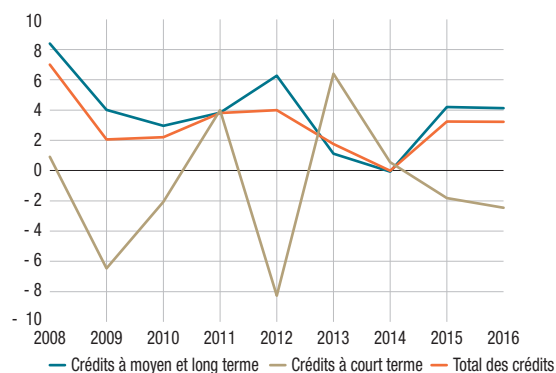
Après deux années de décroissance (2008 et 2009), le crédit aux microentreprises se révèle dynamique sur la période, avec une accélération marquée en 2015 et en 2016 (proche de 6 % par an). Inversement, les TPE ont connu une croissance très dynamique en début de période, puis, depuis 2012, les encours marquent le pas. Pour les PME n'appartenant pas à la catégorie des microentreprises ou des TPE et qui représentent environ 40 % des encours, les variations sont proches de celle de l'ensemble des PME, avec une croissance moyenne soutenue (3,8 %) sur la période.

Ga Évolution annuelle des crédits aux PME, par taille (en %)



Source : Banque de France, base FIBEN (juin 2017).

Gb Évolution annuelle des crédits aux PME, par type de crédits (en %)



Source : Banque de France, base FIBEN (juin 2017).

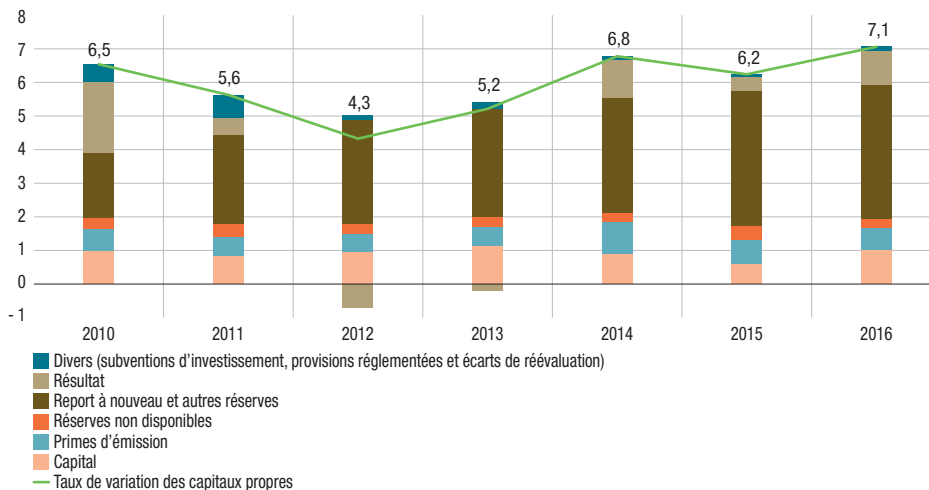
Bien qu'en croissance sur la période, les crédits présentent des disparités dans leur composition. Les crédits de moyen et long terme (dont la maturité initiale est supérieure à un an), majoritaires dans le total des encours (plus de 80 %), sont en croissance régulière (près de 4 % en moyenne sur la période), alors que les crédits de court terme (maturité initiale inférieure à un an) sont plus volatils car ils constituent la variable d'ajustement des PME pour leurs besoins à court terme (cf. graphique b).

1 Les encours de crédits aux entreprises sont recensés par le service central des risques de la Banque de France, c'est-à-dire les crédits d'un montant unitaire de plus de 25 000 euros. Les crédits accordés aux entrepreneurs individuels ont été exclus.

2 Définition des tailles : microentreprises : unités légales de moins de 10 personnes, avec un CA ou bilan inférieur à 2 millions d'euros ; très petites entreprises (TPE) : unités légales de moins de 20 salariés, qui ne sont pas des microentreprises, avec un CA ou un bilan inférieur à 10 millions d'euros ; autres PME : toutes les PME dépassant les seuils des microentreprises et des TPE.

G6 Répartition des capitaux propres

(en % de variation)



Champ, note et source : Cf. tableau 1.

et 2016, confortant ainsi une tendance haussière observée depuis 2012 (cf. graphique 6).

Les capitaux propres représentent en 2016 plus de 42 % du total des ressources ⁴ pour l'ensemble des PME. Ce résultat peut traduire, soit une amélioration de la solidité de la population composant l'échantillon (après exclusion de

sociétés défaillantes), soit un comportement de précaution.

Le taux d'intermédiation ⁵ des PME reste stable à 95,5 %. Par contre, le recours aux dettes obligataires et autres dettes (intragroupe inclus) progressent de 1,1 %. L'endettement bancaire diminue à 61,4 % de l'endettement financier ⁶, contre 62,4 % en 2015.

T5 Évolution de l'endettement financier selon ses composantes

(en %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Obligations	- 4,4	4,4	4,9	14,7	9,6	3,7	2,7	1,1
Dettes bancaires	- 0,4	- 0,7	1,6	0,3	- 0,1	- 2,2	- 1,7	- 0,4
Dont :								
Emprunts bancaires	2,1	- 0,4	0,5	- 0,5	- 1,3	- 2,0	- 1,8	- 0,2
Engagements de crédit-bail	- 0,9	- 2,2	4,5	1,4	0,3	- 2,6	- 2,7	- 0,5
Concours bancaires courants	- 13,1	- 1,2	6,0	4,7	7,8	- 3,4	- 0,3	- 2,1
Affacturage	- 26,9	14,9	18,3	2,3	3,9	6,4	7,3	6,9

Champ, note et source : Cf. tableau 1.

⁴ Les ressources s'entendent comme la somme du financement propre (capitaux propres, amortissements et provisions) et de l'endettement financier.

⁵ Le taux d'intermédiation s'entend comme la part des emprunts et dettes auprès des établissements de crédit, rapportée à la somme des emprunts obligataires, des autres emprunts et des emprunts et dettes auprès des établissements de crédit.

⁶ L'endettement financier est défini comme la somme des emprunts bancaires à moyen et long terme, des concours bancaires, du crédit-bail, des obligations, des emprunts intragroupe et des autres emprunts.

Annexe 1

Les données FIBEN

La base des comptes sociaux

Les comptes sociaux sont collectés par les succursales de la Banque de France. Les unités concernées représentent un tiers des sociétés imposées au bénéfice industriel et commercial ou au bénéfice réel normal (BIC-BRN). La collecte couvre toutes les entreprises exerçant leur activité sur le territoire français et dont le chiffre d'affaires excède 750 000 euros. Le taux de couverture en termes d'effectifs dépasse 75 % dans la plupart des secteurs et 80 % dans le commerce et l'industrie.

Champ retenu pour l'analyse

Ensemble des activités marchandes à l'exclusion des secteurs NAF « KZ » (activités financières, hors *holdings*) et O (administration).

Les principaux ratios utilisés

La méthode d'analyse financière et la définition des ratios utilisés sont disponibles sous ce [lien](#).

Les liens financiers

La Banque de France recense les liens financiers et suit le pourcentage de détention du capital par d'autres entreprises, selon que le détenteur est lui-même une société non financière (y compris *holdings*), une institution financière (banques, OPCVM, sociétés d'assurance), une personne physique (particuliers ou salariés), l'État ou encore une entreprise non résidente.

La Centrale des risques

La Centrale des risques recense chaque mois les crédits consentis par les établissements de crédit à chacun de leurs clients au-delà d'un seuil de référence (25 000 euros depuis janvier 2006). Les encours recensés sont regroupés en « crédits mobilisés » (les concours utilisés) et « crédits mobilisables » (les concours disponibles). Les crédits mobilisés comprennent : les crédits à court terme, à moyen et long terme, le crédit-bail et les crédits titrisés.

Annexe 2

La définition des PME dans FIBEN

Attribution des tailles et des secteurs d'activité pour l'analyse des comptes sociaux des PME :

Le décret d'application de la loi de modernisation de l'économie (LME) de décembre 2008 définit la notion statistique d'entreprise¹. Il précise, dans la continuité des définitions de la Commission européenne, les catégories de tailles d'entreprises et les critères permettant de les déterminer. Ces derniers sont au nombre de quatre : les effectifs, le chiffre d'affaires (CA), le total de bilan des unités légales, et les liens financiers les reliant. Les trois premiers critères sont appréciés pour chaque « entreprise », entendue comme la plus petite combinaison d'unités légales constituant une unité organisationnelle de production de biens et de services, jouissant d'une certaine autonomie de décision (définie à partir des liens financiers). Sont pris en compte les liens financiers représentant une détention d'au moins 50 % du capital d'une unité légale.

Les PME sont les entreprises de moins de 250 salariés, présentant un chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 millions d'euros ou un total de bilan inférieur à 43 millions d'euros. Ces PME peuvent être mono-unité légale ou se composer d'un ensemble d'unités légales dépendant d'une tête de groupe française ou étrangère. Lorsqu'une PME se compose de plusieurs unités légales (elle est alors qualifiée de PME « multi-unités légales »), les comptes sociaux des unités légales qui la composent sont agrégés pour définir l'« entreprise ».

Le secteur d'activité repose sur la nomenclature agrégée 2008, elle-même issue de la NAF rév. 2 définie par l'Insee. Dans le cas d'une entreprise multi-unités légales, le secteur est déterminé à partir d'un regroupement par secteur des unités légales. Le secteur retenu est celui des unités légales dont le poids dans l'entreprise est le plus important en termes de chiffre d'affaires, à condition que celui-ci excède 50 %. Dans le cas contraire, le classement par secteur des différents « regroupements » d'unités légales est effectué sur le critère des effectifs, toujours à condition que le poids dépasse 50 %. Sinon, on revient au classement par chiffre d'affaires, en retenant le secteur des unités dont la part est la plus forte.

Les doubles comptes ne sont pas neutralisés dans cette analyse. L'agrégation des comptes individuels d'unités légales induit en effet l'enregistrement de doubles comptes qui devraient être normalement retraités au niveau de chaque entreprise. Pour pouvoir être réalisé correctement, ce retraitement nécessiterait de disposer de tous les bilans de l'exercice 2016, ce qui n'est pas encore le cas au moment où l'étude PME est réalisée². Ces doubles comptes se rapportent notamment aux capitaux propres, à l'endettement financier et aux revenus ou charges financières intragroupe. Leur poids est néanmoins relativement limité dans le cas des PME, en raison du nombre limité d'unités légales constituant, en moyenne, l'entreprise.

1 http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do ;jsessionid=AE22AD6AA9827C20CEBCA70F67427237.tpdjo01v_3 ?cidTexte=JORFTEXT000019961059&categorieLien=id

2 Le lecteur pourra se reporter à l'étude annuelle réalisée en fin d'année pour l'ensemble des entreprises.

Annexe 3

Principales caractéristiques de l'échantillon étudié pour l'année 2016

Ta Poids économique des PME en 2016 sur la base des données disponibles début juillet 2017

(effectifs en milliers, chiffre d'affaires, valeur ajoutée, endettement financier, endettement bancaire et capitaux propres en milliards d'euros)

	Nombre d'entreprises	Nombre d'unités légales ^{a)}	Effectifs permanents	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Endettement financier	Endettement bancaire	Capitaux propres
Ensemble des PME	132 796	240 434	2 790	647	196	169	104	259
PME mono-unité légale	83 904	83 904	1 135	246	77	54	41	74
PME multi-unités légales	43 409	141 348	1 446	323	99	91	55	157
PME étrangères	5 483	15 182	209	77	21	24	8	27
Dont principaux secteurs :								
Industrie manufacturière	20 377	40 947	594	117	41	25	15	58
Construction	21 288	35 238	417	69	27	10	6	23
Commerce	52 637	86 032	786	308	53	42	26	78
Transports et entreposage	5 724	9 673	178	27	11	8	6	9
Conseils et services aux entreprises	13 188	26 464	345	52	25	15	8	25

Tb Répartition

(en %)

	Nombre d'entreprises	Nombre d'unités légales ^{a)}	Effectifs permanents	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Endettement financier	Endettement bancaire	Capitaux propres
PME mono-unité légale	63	35	41	38	39	32	40	29
PME multi-unités légales	33	59	52	50	50	54	53	61
PME étrangères	4	6	7	12	11	14	7	10
Dont principaux secteurs :								
Industrie manufacturière	15	17	21	18	21	15	14	23
Construction	16	15	15	11	14	6	6	9
Commerce	40	36	28	48	27	25	25	30
Transports et entreposage	4	4	6	4	6	5	6	4
Conseils et services aux entreprises	10	11	12	8	13	9	7	10

Tc Taille moyenne de chaque catégorie de PME

(en nombre et milliers d'euros)

	Nombre d'entreprises	Nombre d'unités légales ^{a)}	Effectifs permanents	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Endettement financier	Endettement bancaire	Capitaux propres
Ensemble des PME	132 796	1,8	21	4 812	1 446	1 287	783	1 881
PME mono-unité légale	83 904	1,0	14	2 923	903	699	496	854
PME multi-unités légales	43 409	3,2	34	7 485	2 263	2 098	1 280	3 599
PME étrangères	5 483	2,8	38	13 576	3 601	4 179	1 411	4 606

a) Le nombre d'unités légales correspond au nombre d'unités entrant dans le périmètre de la PME au sens de la LME, que l'on ait un bilan ou non dans FIBEN.

Champ : PME non financières définies au sens de la LME.

Source : Banque de France, base FIBEN (juin 2017).

Annexe 4

Données comptables agrégées pour l'ensemble des PME (2015-2016)

Ta Compte de résultat agrégé pour l'ensemble des PME
(en % du chiffre d'affaires)

	2015	2016
Chiffre d'affaires	100,0	100,0
(+) Production stockée	0,1	0,1
(+) Production immobilisée	0,3	0,2
Production et vente de marchandises	100,4	100,3
(-) Coût d'achat des marchandises vendues	36,2	36,0
(-) Coût des matières consommées	12,2	12,1
(-) Achats et charges externes	22,0	22,2
Valeur ajoutée BDF	29,9	30,1
(+) Subventions d'exploitation	0,2	0,2
(-) Salaires, traitements et charges sociales	20,7	20,7
(-) Charges de personnel extérieur	1,2	1,3
(-) Impôts, taxes et versements assimilés	1,3	1,3
(+) Autres produits et charges d'exploitation	- 0,4	- 0,4
Excédent brut d'exploitation	6,5	6,6
Excédent net d'exploitation	4,2	4,3
(+) Autres opérations hors exploitation	2,3	2,1
Excédent brut global	8,8	8,8
(-) Intérêts et charges assimilées	0,9	0,8
(-) Participation des salariés	0,1	0,1
(-) Impôt sur les bénéfices	1,0	1,1
Capacité d'autofinancement	6,7	6,7
(-) Dotations nettes aux amortissements et provisions	3,2	3,1
Capacité nette d'autofinancement	3,6	3,6
Résultat net comptable	4,0	4,1

Champ : PME non financières définies au sens de la LME.

Note : Échantillon cylindré.

Source : Banque de France, base FIBEN (juin 2017).

Tb Bilan fonctionnel pour l'ensemble des PME

(en % du total du bilan)

Actif - Emplois	2015	2016	Passif - Ressources	2015	2016
(1) Immobilisations incorporelles	9,3	8,9	(1) Capitaux propres	42,1	42,9
(2) Immobilisations corporelles	39,9	39,7	(2) Amortissements et provisions	29,3	29,5
(3) Biens financés par crédit-bail	2,6	2,4	(3) Obligations et assimilées	0,5	0,5
(4) Autres actifs immobilisés	19,8	20,0	(4) Emprunts bancaires	14,1	13,3
(5) = (1) + (2) + (3) + (4) = Immobilisations	71,5	71,0	(5) Crédit-bail	2,0	1,9
(6) Stocks	11,7	11,6	(6) Autres dettes	9,7	9,6
(7) Crédits interentreprises	3,2	3,0	(7) = (3) + (4) + (5) + (6) = Endettement stable	26,3	25,4
(8) Autres créances et dettes d'exploitation	- 5,6	- 5,4	(8) Concours bancaires courants	1,8	1,7
(9) = (6) + (7) + (8) = BFRHE	9,3	9,2	(9) Part à moins d'un an du groupe et des associés	0,4	0,5
BFRHE	0,2	0,1	(10) = (8) + (9) = Trésorerie de passif	2,3	2,2
(10) Disponibilités	10,4	11,1			
(11) Valeurs mobilières de placement	4,3	4,0			
(12) Part à moins d'un an des créances sur le groupe et les associés	4,3	4,6			
(13) = (10) + (11) + (12) = Trésorerie à l'actif	19,1	19,7			

Champ : PME non financières définies au sens de la LME.

Note : Échantillon cylindré.

Source : Banque de France, base FIBEN (juin 2017).

Choix de la structure de financement et levier optimal des entreprises non financières françaises : 1988-2015

Adrien BOILEAU
Christophe CAHN

Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

Juan CARLUCCIO
Clément MAZET-SONILHAC
Direction des Études micro-économiques et structurelles
Service des Analyses macroéconomiques

Cet article traite de l'évolution de la part des dettes bancaire et obligataire dans les ressources des entreprises non financières françaises au cours de la période 1988-2015. Ce levier d'endettement mesure l'arbitrage que font les entreprises entre financements par dette et par capitaux propres afin d'assurer leur développement. Il en ressort que (i) le niveau du levier initial joue un rôle fondamental dans la dynamique de la structure de financement au cours de la vie de l'entreprise, (ii) les écarts initiaux de levier d'endettement entre firmes se réduisent fortement sur dix ans mais persistent à l'issue de la durée couverte par l'étude (vingt ans), et (iii) les déterminants du levier identifiés par la théorie économique n'expliquent qu'une faible part des différences observées entre entreprises et dans le temps, le reste étant liés à des caractéristiques inobservables. Ces résultats sont obtenus aussi bien dans les comptes sociaux des entreprises que dans les comptes consolidés, dans les secteurs manufacturiers et de services. Ils sont en accord avec ceux des analyses réalisées sur les États-Unis.

Mots clés : levier, structure de financement, dette, cash-flow

Codes JEL : G32, E32

Chiffres clés

Écart moyen entre le levier d'endettement du groupe d'entreprises non financières françaises les moins endettées et le levier du groupe de celles les plus endettées :

0,7 : au début de l'étude

0,15 : vingt ans plus tard

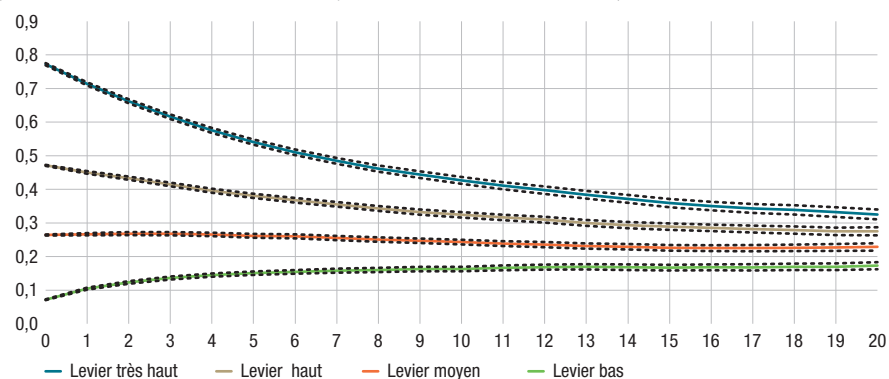
0,46

la corrélation entre le levier d'endettement d'une entreprise non financière française observé au temps t et son levier initialement observé, toutes choses égales par ailleurs

Évolution du levier moyen de quatre portefeuilles de firmes classées par niveau de levier (Base « unité légale »)

Panel A : ensemble des entreprises

(axe des abscisses en année ; axe des ordonnées : part de dettes dans le total des ressources)



Note de lecture : Se référer au graphique 1, page 59.

Source : Banque de France.

L'étude du choix de la structure du passif d'une entreprise, en particulier du financement par la dette, est au cœur de la finance d'entreprise moderne. Les travaux précurseurs de Modigliani et Miller (1958) ont démontré que lorsque les marchés financiers sont efficaces et en absence de toute distorsion, la valeur de l'entreprise n'est pas affectée par le choix de la structure de capital¹. En conséquence, une structure optimale de capital n'existe pas dans ce cadre, et les entreprises sont indifférentes quant à leurs modes de financement. Cependant, en raison de l'existence de frictions financières comme les asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs (sélection adverse), les problèmes d'aléa moral ou la fiscalité différenciée entre dettes et capitaux propres (exonération des charges d'intérêt, fiscalité des dividendes), les sources de financement internes et externes sont imparfaitement substituables.

Ainsi, les entreprises qui souffrent d'un déficit de financement, à cause d'un accès au financement externe trop difficile ou trop coûteux par exemple, prévoient une diminution de leurs dépenses d'investissement (spécialement dans les nouvelles technologies) et de leur masse salariale². Myers (1977) et Rajan et Zingales (1995) expliquent également qu'une entreprise trop endettée (*debt overhang*) peut renoncer à des projets d'investissements profitables. Le choix de la structure capitalistique, et le déficit de financement des firmes qui peut en découler, est donc une question centrale de politique économique.

Cet article traite de l'évolution du levier d'endettement financier des entreprises non financières françaises sur la période 1988-2015 (cf. encadré 1). L'analyse s'inspire de l'étude menée par Lemmon *et al.* (2008) sur le levier des entreprises américaines, qui met en évidence deux faits empiriques majeurs : (i) une remarquable stabilité du levier dans le temps et (ii) la quasi-convergence au cours du temps du levier entre entreprises présentant pourtant des caractéristiques différentes. Ces études sont sous-tendues par la théorie

économique de l'arbitrage, selon laquelle les entreprises chercheraient à atteindre une structure capitaliste optimale (*trade-off theory*) en augmentant ou en réduisant graduellement leur exposition à la dette³.

Dans une première partie, cet article teste la théorie de l'arbitrage et étudie la présence de ces tendances en France, à partir des données du Fichier bancaire des entreprises (FIBEN, cf. encadré 1), en élargissant l'analyse aux entreprises de petites et moyennes tailles. Cette étude exploite des données de bilan mesurées à la fois au niveau des unités légales, la plus petite entité juridique, et au niveau des entités consolidées. Une seconde partie analyse, par une approche économétrique, les déterminants du levier à la lumière de la théorie économique.

Selon la théorie de l'arbitrage, le choix du levier optimal est le résultat d'un arbitrage entre les avantages et les inconvénients du financement par dette ou par fonds propres. La dette bénéficie d'une déductibilité fiscale des intérêts mais un montant trop élevé de dette fragilise l'entreprise et l'expose plus fortement au risque de faillite, incrémentant également lesdits « coûts indirects de la faillite », tels que les coûts des conflits judiciaires avec les travailleurs et fournisseurs. Le levier optimal est atteint lorsque gains et coûts marginaux d'une unité supplémentaire de dette s'équilibrent. Cette théorie implique que les entreprises tentent d'atteindre ce levier optimal en augmentant ou en réduisant graduellement leur exposition à la dette. Il existe ainsi une version dynamique de la théorie de l'arbitrage, dans laquelle chaque entreprise a un levier « cible » ou « optimal », déterminé par ses caractéristiques économiques, dont elle essaie de se rapprocher à chaque période.

La théorie de l'arbitrage identifie quatre caractéristiques principales de l'entreprise qui détermineraient son niveau de levier optimal : le caractère matériel des immobilisations (*tangibility*), la taille de l'actif, les opportunités d'investissement et la profitabilité. La composante matérielle de l'actif

1 Les hypothèses du cadre de Modigliani et Miller sont : l'absence des taxes, de coûts de transaction et de coûts de faillite et d'asymétrie d'information.

La fiscalité est ajoutée au modèle dans Modigliani et Miller (1963) et Miller (1977).

2 Campello *et al.* (2010), étude conduite à partir de données d'enquêtes auprès d'un panel de directeurs financiers américains.

3 Voir Kraus et Litzberger (1973), Jensen et Meckling (1976) et Myers (1977).

Encadré 1

Description des déterminants du levier et des bases de données utilisées

Parmi les différentes façons de mesurer le levier d'une entreprise, le choix effectué tout au long de cette étude est de considérer l'endettement financier, défini comme la somme des dettes bancaires et obligataires, rapportée au total des ressources financières, correspondant à la somme de l'endettement financier et des capitaux propres.

L'objet de l'étude est de voir comment les entreprises ajustent leur levier d'endettement financier, en fonction d'une série de déterminants listés ci-dessous :

- la tangibilité de l'actif est définie comme la part des actifs « physiques » (ou tangibles) que sont les immobilisations corporelles et les stocks dans l'ensemble des actifs tangibles et intangibles (immobilisations incorporelles).
- la profitabilité est mesurée en rapportant l'excédent brut d'exploitation ¹ à l'actif total.
- les opportunités d'investissement sont calculées au niveau du secteur et correspondent à la variation annuelle du ratio dividendes versés par les entreprises sur capitalisation boursière.
- la taille de l'actif.

Données sur les entreprises (base FIBEN) :

Les informations utilisées pour réaliser cette étude sont issues du Fichier bancaire des entreprises (FIBEN) de la Banque de France, qui recense les liasses fiscales d'un ensemble de sociétés imposées au bénéfice industriel et commercial ou au bénéfice réel normal (BIC-BRN). La collecte concerne les entreprises exerçant leur activité sur le territoire français, dont le chiffre d'affaires excède 750 000 euros ².

Données sur les comptes consolidés (base groupe) :

La législation française ³ impose aux groupes dépassant deux des trois critères suivants d'établir des comptes consolidés ⁴ :

- chiffre d'affaires supérieur à 30 millions d'euros ;
- total de bilan supérieur à 15 millions d'euros ;
- effectifs supérieurs à 250 salariés.

Ces comptes consolidés sont collectés par les analystes de la Banque de France en vue d'établir la cotation des entreprises. À la différence des comptes sociaux, qui concernent uniquement les entreprises exerçant leur activité sur le territoire français, les comptes consolidés contiennent le périmètre exhaustif du groupe, c'est-à-dire également les filiales étrangères.

Les données consolidées (base groupe) utilisées couvrent la période 1998-2015, et les données sur les entreprises (base FIBEN) la période 1988-2015.

1 Le calcul de l'excédent brut d'exploitation est le suivant : chiffre d'affaires – achats consommés – consommation en provenance de tiers + subvention d'exploitation – charges de personnel – impôts et taxes + crédit-bail + autres produits – autres charges.

2 Le taux de couverture de FIBEN par rapport à la population totale des entreprises est supérieur à 75 % en termes d'effectifs salariés dans la plupart des secteurs ; il atteint ou dépasse 80 % dans le commerce et l'industrie manufacturière.

3 Code du commerce articles L233-17 et R233-16.

4 Ces seuils ont été revus à la hausse par une modification du Code du commerce qui est entrée en application pour la clôture des comptes 2016. Les nouveaux critères étant : chiffre d'affaires supérieur à 48 millions d'euros, total de bilan supérieur à 24 millions d'euros. Le seuil relatif aux effectifs est resté stable à 250 salariés.

est positivement corrélée au levier car les actifs corporels réduisent la probabilité de faillite et en diminuent le coût, puisqu'ils peuvent être liquidés⁴. Ils peuvent donc être utilisés en « garantie » et permettre aux entreprises de s'endetter davantage. L'effet de la taille est *a priori* ambigu d'un point de vue théorique. D'une part, les grandes entreprises sont généralement plus diversifiées et font moins faillite, ce qui suggère une corrélation positive entre la taille et le levier. De plus, l'asymétrie d'information entre prêteurs et emprunteurs devrait décroître avec la taille des entreprises. Cependant, les grandes entreprises peuvent disposer de ressources internes suffisantes pour couvrir leurs besoins de financement et, en conséquence, avoir moins recours aux financements externes : cela impliquerait une corrélation négative entre la taille et le levier. La théorie prédit également que les opportunités futures d'investissement devraient être négativement corrélées au levier. En effet, une entreprise déjà très endettée ne pourra pas l'être davantage à cause du risque de faillite. Dans ce cas, si elle anticipe une forte croissance, elle devrait se tourner davantage vers les fonds propres. Finalement, la profitabilité devrait faire baisser le levier des entreprises. Les plus profitables d'entre elles, disposant de capacités supérieures d'autofinancement, pourraient préférer le financement interne au financement externe potentiellement plus coûteux car soumis à une prime de risque liée aux problèmes d'asymétries d'information⁵.

L'étude menée dans cet article confirme les effets. Néanmoins, comme pour Lemmon *et al.* (2008) dans le cas des États-Unis, ces déterminants n'expliquent qu'une part très faible de la variance observée des niveaux et des variations de levier. On peut en déduire que le facteur principal de l'hétérogénéité des leviers relève plutôt des caractéristiques inobservables de chaque entreprise, qui sont relativement stables dans le temps. Ces caractéristiques incluent par exemple les préférences managériales en termes de gestion des risques, la structure organisationnelle de l'entreprise ou les conditions d'accès au financement

externe au moment de sa création. Ainsi, le niveau initial du levier – qui capture une grande partie de ces caractéristiques inobservables – apparaît comme un facteur qui explique très largement la dispersion observée du levier. Une deuxième conclusion est que le levier de la tête du groupe est un déterminant important du levier des filiales, suggérant que les décisions de structure de capital sont, au moins en partie, centralisées au niveau de la direction du groupe.

1. Dynamique du levier des sociétés non financières en France

L'exercice mené dans cette partie démontre que le levier de long terme semble être fortement déterminé par le levier initial. En effet, les entreprises dont l'endettement représente une part importante de leurs ressources financières initiales tendent à conserver ce type de comportement pendant une très longue période alors même que leur performance et les conditions macroéconomiques ont pu évoluer sur la période.

Le graphique 1 illustre la dynamique du levier des entreprises considérées au niveau de l'unité légale. À partir des données décrites dans l'encadré 1, les courbes ont été construites afin de distinguer les entreprises selon leur niveau de levier initial. Le groupe « Levier très élevé » regroupe les entreprises dont le levier est situé dans le quartile supérieur (c'est-à-dire dans les 25 % les plus élevés). Le groupe « Levier élevé » est composé des entreprises dont le levier est compris entre 50 % et 75 % de la distribution. Le groupe « Levier moyen » comprend toutes les entreprises dont le levier se situe entre 25 % et 50 % de la distribution. Enfin, le groupe « Levier bas » est constitué par les entreprises dont le levier correspond aux 25 % inférieurs. Ensuite, pour l'année de référence et pour les années suivantes, le levier moyen de chacun de ces 4 groupes est calculé. L'année de référence est identifiée par la date $t = 0$, l'année suivante par $t = 1$, et ainsi de suite. Cette procédure se poursuit en prenant tour à tour toutes les années

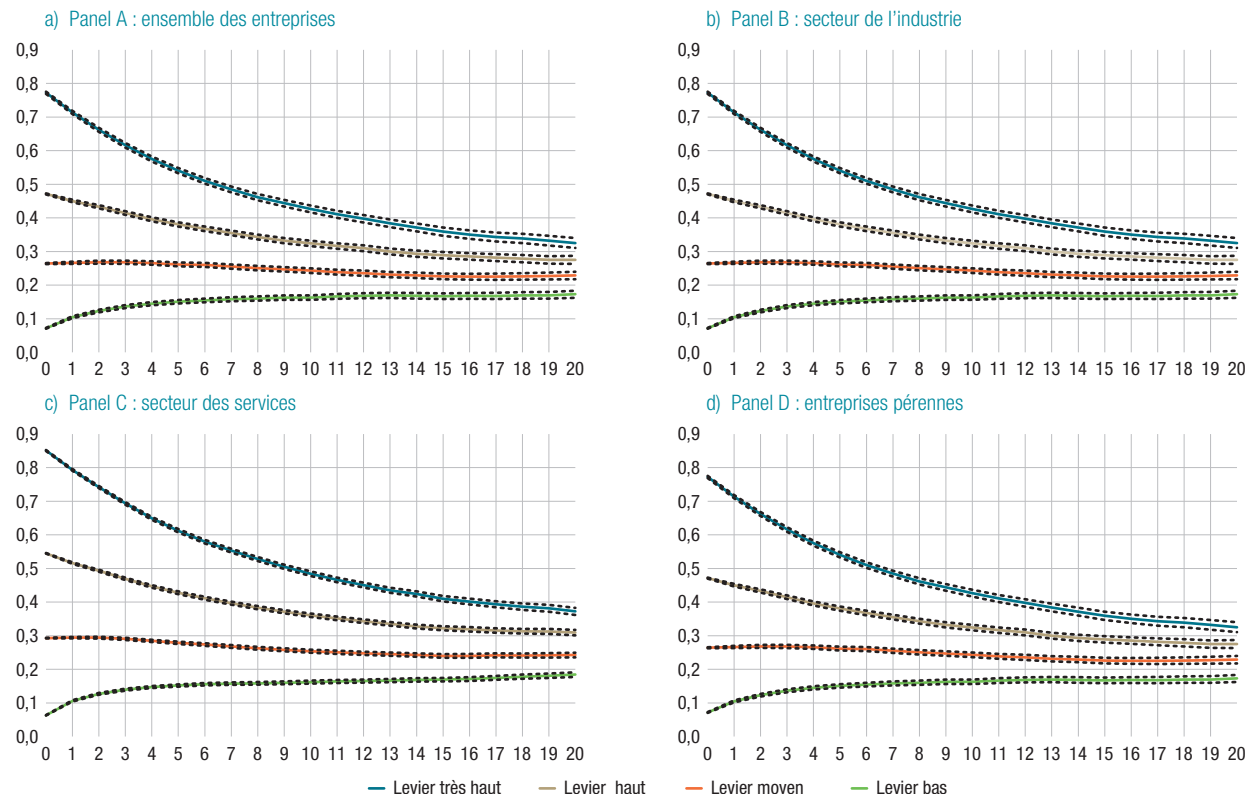
4 Les actifs corporels sont des actifs physiques tels que les machines ou les immeubles.

Les actifs incorporels, appelés également « capital immatériel », sont constitués par le capital informationnel et le stock de connaissances, tels que les brevets.

5 Les théories alternatives à la théorie de l'arbitrage sont la théorie de financement hiérarchique (*pecking order*) et celle du prix du marché (*market timing*). La première, proposée par Myers et Majluf (1984), soutient l'idée que les choix de financement des entreprises sont déterminés par les coûts d'antisélection qui découlent de l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les bailleurs de fonds sur la qualité de l'entreprise. Les entreprises préfèrent les instruments financiers les moins affectés par ces asymétries d'information et il existe donc une stricte hiérarchie des modes de financement. En particulier, les entreprises privilégient l'autofinancement dont le coût est moins élevé. La dette est ensuite la source externe préférée car en cas de faillite, les prêteurs sont prioritaires sur les actionnaires pour le partage de la valeur résiduelle de l'entreprise. En dernier recours, l'entreprise émet des actions. La seconde théorie, proposée par Baker et Wurgler (2002), repose sur la dynamique de marché : les entreprises émettent des actions lorsque les cours boursiers sont élevés, et procèdent à des rachats quand les cours baissent.

G1 Évolution du levier moyen de quatre portefeuilles de firmes classées par niveau de levier (Base « unité légale »)

(axe des abscisses en année ; axe des ordonnées : part de dettes dans le total des ressources)



Note de lecture : Quatre portefeuilles d'entreprises sont constitués selon la position des entreprises, position dans la distribution des leviers de l'année initiale (1988). Le « Levier très haut » regroupe toutes les entreprises dont le levier est situé dans le quartile supérieur. Le « Levier haut » est composé des entreprises dont le levier est compris entre 50 et 75 % de la distribution. Le « Levier moyen » comprend toutes les entreprises dont le levier se situe entre 25 et 50 % de la distribution. Enfin, le « Levier bas » est constitué par les entreprises dont le levier correspond au 25 % inférieur. Pour les dix-neuf années suivantes, le levier moyen de chacun de ces quatre groupes est calculé. Cette procédure est répétée pour chaque année de 1988 à 1996. Le Panel A utilise l'échantillon complet, les Panels B et C répètent cet exercice respectivement pour les sous-secteurs de l'industrie et des services. Le Panel D inclut seulement les entreprises qui restent dans notre échantillon pendant au moins dix ans (« Entreprises pérennes »).

Source : Banque de France.

de l'échantillon comme année de référence. À l'issue de ce processus, et pour chaque date $t = 0, 1, \dots, 20$, une à plusieurs observations concernant chacun des quatre groupes sont obtenues. La moyenne de ces observations pour chaque groupe et pour chaque date t est alors calculée⁶.

Cette procédure, inspirée de Lemmon *et al.* (2008), renseigne sur l'évolution de la distribution en coupe du levier. Elle permet d'évaluer les différences entre les entreprises à chaque date. En outre, la

dimension temporelle permet d'analyser l'évolution de ces différences au cours du temps.

Deux observations intéressantes peuvent être faites à la lecture du graphique 1. Premièrement, il existe une importante hétérogénéité des niveaux de levier dans les premières années de constitution des groupes d'entreprises. Par exemple, à la date $t = 0$, le levier moyen pour les entreprises dans le groupe « bas » est de 0,07, alors qu'il est de 0,77 pour les entreprises du groupe « très élevé ». Deuxièmement,

6 Afin de tester la robustesse de nos résultats, cette étude considère un échantillon alternatif constitué uniquement d'entreprises présentes au moins 10 ans dans notre échantillon, ce qui réduit les biais potentiels liés aux défaillances des entreprises en cours de période et limite le phénomène d'attrition de notre échantillon.

cette hétérogénéité se réduit fortement au cours du temps. Ainsi, au bout de dix ans, le levier du groupe « bas » a plus que doublé et atteint 0,16 en moyenne, tandis que celui du groupe « très élevé » a diminué pour atteindre 0,43. Cet effet est encore plus marqué au bout de vingt ans puisque ces valeurs sont respectivement de 0,17 et de 0,32. Autrement dit, dans les premières années, les entreprises pour lesquelles l'endettement représente une part très élevée de leurs ressources financières ont un levier dix fois supérieur à celui des entreprises à levier bas. Dix ans plus tard, ce rapport est de 3, puis, dix ans après, de 2. Ce processus de convergence est très rapide, et intervient principalement pendant les premières années. La convergence est néanmoins incomplète, car si les différences initiales se réduisent, elles ne disparaissent pas complètement et persistent sur le long terme.

Les panels B et C réitèrent cet exercice respectivement pour les secteurs de l'industrie et des services. On constate des tendances comparables dans ces deux ensembles. Finalement, dans le panel D, seules les entreprises présentes dans l'échantillon pendant au

moins dix ans (« entreprises pérennes ») sont prises en compte. Cette analyse complémentaire confirme que les résultats ne sont pas affectés par la sortie des entreprises défaillantes ou celles dont les informations financières ne sont plus disponibles dans notre échantillon ⁷.

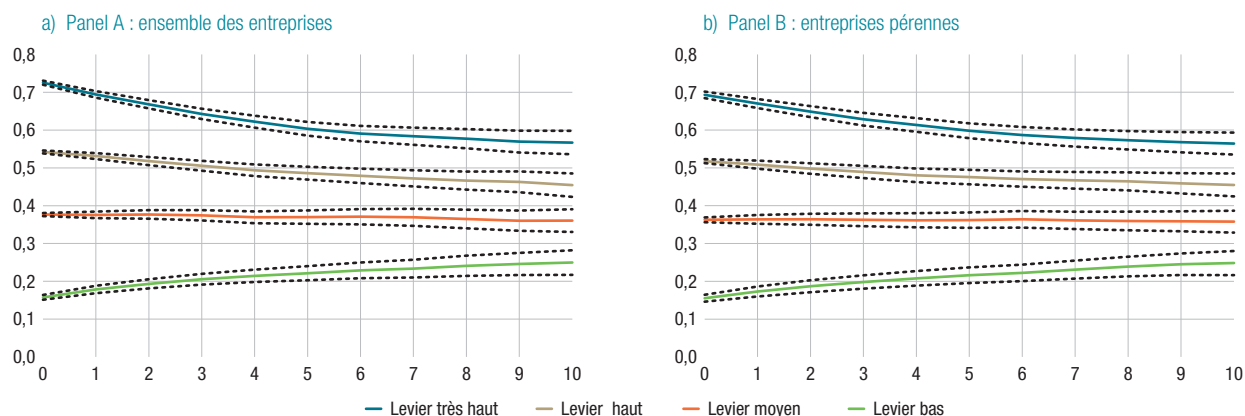
Une grande partie des entreprises de notre échantillon sont également des filiales de groupe. L'analyse de l'endettement au niveau de l'entité consolidante peut éventuellement apporter un éclairage différent. L'analyse précédente est reproduite en exploitant les comptes consolidés issus de la base « groupes » décrite dans l'encadré 1. Dans le graphique 2, le panel A est construit avec l'ensemble des groupes, tandis que le panel B est construit à partir des groupes qui sont présents dans l'échantillon pendant au moins dix ans. Toutefois, les données sur les comptes consolidés n'étant disponibles que pour la période 1999-2015, chaque groupe n'est suivi que pendant dix périodes. Les tendances observées pour les groupes sont semblables à celles observées pour les unités légales.

Les faits stylisés trouvés par Lemmon *et al.* (2008) dans le cas des États-Unis sont donc confirmés pour la France.

⁷ Cette analyse est également reproduite en ne gardant que les entreprises que l'on observe pendant moins de dix ans. Les tendances sont identiques à celles présentées dans le graphique 1 (les graphiques sont réduits à dix ans).

G2 Évolution du levier moyen de quatre portefeuilles de firmes, par niveau de levier (Base « Groupe »)

(axe des abscisses en année ; axe des ordonnées : part de dettes dans le total des ressources)



Note de lecture : Quatre portefeuilles d'entreprises sont constitués selon la position des entreprises, position dans la distribution des leviers de l'année initiale (1999). Le « Levier très haut » regroupe toutes les entreprises dont le levier est situé dans le quartile supérieur. Le « Levier haut » est composé des entreprises dont le levier est compris entre 50 et 75 % de la distribution. Le « Levier moyen » comprend toutes les entreprises dont le levier se situe entre 25 et 50 % de la distribution. Enfin, le « Levier bas » est constitué par les entreprises dont le levier correspond au 25 % inférieur. Pour les neuf années suivantes, le levier moyen de chacun de ces quatre groupes est calculé. Cette procédure est répétée pour chaque année de 1999 à 2006. Le Panel A utilise l'échantillon complet, tandis que le Panel B inclut seulement les entreprises qui restent dans notre échantillon pendant au moins dix ans (« Entreprises pérennes »).
Source : Banque de France.

Encadré 2

Identification des déterminants du ratio d'endettement

L'objectif de cet exercice est d'établir une relation entre le ratio d'endettement et un ensemble de variables explicatives afin d'identifier les principaux déterminants du levier des entreprises françaises. Cette relation s'écrit sous la forme générale d'un modèle de régression linéaire de la forme :

$$L_{i,t} = \gamma' X_{i,t} + \beta L_{i,0} + \delta L_{i,t}^g + \eta_i + \varepsilon_{i,t}$$

où $L_{i,t}$ représente le ratio d'endettement de l'entreprise i à la date t , $X_{i,t}$ un ensemble de variables explicatives (cf. encadré 1), $L_{i,0}$ le levier initial de l'entreprise et $L_{i,t}^g$ le ratio d'endettement du groupe duquel l'entreprise i est une filiale ; γ , β et δ sont des coefficients (indépendants de l'entreprise considérée) et η_i une constante spécifique à l'entreprise i (effet fixe) qui rend compte des caractéristiques stables, mais inobservables, spécifiques à l'entreprise. Pour finir, $\varepsilon_{i,t}$ est un terme d'erreur vérifiant les propriétés statistiques usuelles.

L'estimation de ce modèle linéaire consiste à trouver les valeurs des coefficients qui minimisent une mesure de l'écart entre le modèle et les observations décrites dans l'encadré 1, par la méthode des moindres carrés ordinaires. Les résultats de cette procédure figurent dans le tableau (cf. annexe). Une mesure de la significativité statistique des coefficients est donnée par l'intermédiaire des écarts types et des p -valeurs.

La forme générale du modèle linéaire permet également de comparer l'influence de certaines variables d'intérêt en imposant des contraintes sur les coefficients (modèle sans levier initial avec $\beta = 0$, ou sans influence du groupe avec $\delta = 0$).

2. Analyse des déterminants du levier des entreprises

Pourquoi certaines entreprises choisissent-elles de s'endetter davantage que d'autres ? L'analyse précédente met en évidence le rôle important joué par le levier initial comme facteur explicatif de la dispersion du levier parmi les entreprises. Ce rôle est confirmé par l'analyse économétrique (cf. encadré 2). Cette analyse revient à comparer deux entreprises A et B : l'entreprise A est caractérisée par un levier initial supérieur à celui de l'entreprise B. Il en résulte que le levier de A sera en moyenne supérieur à celui de B de notre échantillon sur toute la période. Outre le rôle du levier initial, l'analyse confirme les prédictions théoriques du rôle des autres caractéristiques des entreprises. Une plus grande part d'actifs tangibles dans l'actif total est associée à un levier plus élevé. Ceci est cohérent avec l'idée selon laquelle les actifs

tangibles peuvent être utilisés comme collatéral et donc faciliter l'accès à la dette. Les opportunités d'investissement sont négativement corrélées au levier, ce qui corrobore l'idée que les entreprises en forte croissance privilégient les fonds propres pour financer leur croissance. La taille de l'entreprise apparaît corrélée négativement au levier, indiquant que plus une entreprise est grande, plus elle aurait tendance à privilégier les fonds propres comme source de financement. Notre analyse met également en exergue une corrélation positive entre le levier caractéristique du secteur (mesuré par le levier médian) et le levier de chaque entreprise, ce qui suggère l'existence de caractéristiques communes déterminant la structure capitalistique au sein des secteurs. Enfin, pour les unités appartenant à des groupes économiques avec au moins dix filiales, on observe que le levier de la tête du groupe est un déterminant important du levier des filiales (cf. encadré 3).

Encadré 3

L'endettement du groupe comme déterminant de l'endettement des filiales

Les similitudes mises en évidence dans cet article concernant la dynamique des ratios de dette, que ces ratios soient calculés sur base consolidée ou base sociale, amènent naturellement à poser la question de l'influence réciproque entre les groupes et leurs filiales. Au cœur de cette relation se trouve la notion de marché interne des capitaux (*internal capital market*) qui définit la manière selon laquelle circulent les flux de financement au sein d'un groupe d'entreprises.

À ce titre, l'appartenance à un groupe est l'un des facteurs influençant la gestion financière d'une entreprise (Almeida *et al.*, 2015 ; Buchuk *et al.*, 2014), en raison notamment de problèmes d'agence (asymétrie d'information entre créditeurs et débiteurs par exemple) moins aigus à l'intérieur d'un groupe qu'en externe¹. Ainsi, il n'est pas rare d'observer une centralisation de la gestion financière au sein d'un groupe afin justement de profiter d'une meilleure allocation interne des capitaux, une filiale pouvant bénéficier d'un coût d'endettement moins élevé en interne qu'en externe. En revanche, une structure financière perçue comme fragile au niveau des comptes consolidés peut influencer sur le coût de financement des filiales.

En définitive, ces considérations sont de nature à justifier la prise en compte de l'influence du groupe dans l'évaluation de la dynamique du ratio d'endettement des entreprises. Kim *et al.* (2006) et Dewaelheyns et Van Hulle (2012) montrent ainsi qu'il existe des différences significatives entre la manière dont l'endettement s'ajuste selon qu'une entreprise est ou non une filiale d'un groupe. Par ailleurs, l'endettement des groupes peut être influencé par de nombreux facteurs comme le processus d'internationalisation (Picart, 2003), comme en atteste par exemple la participation des grands groupes français – en particulier cotés – aux opérations de croissance externe à la fin des années 1990. Ainsi, il est probable que l'endettement au niveau du groupe puisse jouer un rôle dans l'évolution du ratio d'endettement de la filiale.

¹ L'intégration au sein d'un groupe permet également dans certaines occasions de limiter le coût lié à la faillite d'une filiale (Gopalan *et al.*, 2007).

Conclusion

Comment évoluent les choix de structure de financement des entreprises au cours du temps ? De quels facteurs ces choix dépendent-ils ? Cet article propose de répondre à ces questions à travers une analyse descriptive et économétrique de la structure capitalistique des entreprises non financières françaises sur la période 1988-2015. L'étude exploite des données microéconomiques détaillées, collectées par la Banque de France (base FIBEN), qui couvrent les entreprises dans le secteur manufacturier et celui des services. Ces données permettent de mesurer le ratio de levier, qui rapporte la dette bancaire et obligataire au total des ressources financières de l'entreprise. Nos résultats montrent que le niveau initial du levier est un déterminant significatif de son niveau de long terme, tandis que les autres déterminants proposés par la théorie économique n'en expliquent qu'une faible part. Au cours du temps, on observe un processus de convergence

au cours duquel les différences initiales de levier se réduisent fortement au bout de dix ans. Ce processus de convergence est néanmoins incomplet, car des différences entre les entreprises subsistent pendant la durée de notre échantillon (vingt ans).

Cette étude propose de documenter pour la première fois en France ces tendances qui n'avaient été observées auparavant que pour les États-Unis. En contribuant à une meilleure connaissance de la dynamique de la structure de capital des sociétés non financières françaises, notre étude suscite d'autres questions intéressantes laissées à de futures recherches. Une piste intéressante serait de réaliser une analyse similaire sur une période encore plus longue, ce qui permettrait de comprendre si les tendances de court et moyen terme documentées dans cette étude sont également présentes dans le long terme. Un deuxième axe de recherche consisterait à étudier les déterminants du levier initial, qui restent très méconnus par la littérature en finance d'entreprise.

Bibliographie

- Almeida (H.), Kim (C.-S.) et Kim (H.-B.) (2015)
« *Internal Capital Markets in Business Groups: Evidence from the Asian Financial Crisis* », *Journal of Finance*, vol. 70, n° 6, p. 2539-2586.
- Baker (M.) et Wurgler (J.) (2002)
« *Market Timing and Capital Structure* », *The Journal of Finance*, vol. 57, n° 1, p. 1-32.
- Buchuk (D.), Larrain (B.), Muñoz (F.) et Urzúa Infante (F.) (2014)
« *The internal capital markets of business groups: Evidence from intra-group loans* », *Journal of Financial Economics*, vol. 112, p. 190-212.
- Campello (M.), Graham (J. R.) et Harvey (C. R.) (2010)
« *The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis* », *Journal of Financial Economics*, vol. 97, n° 3, p. 470-487.
- Dewaelheyns (N.) et Van Hulle (C.) (2012)
« *Capital structure adjustments in private business group companies* », *Applied Financial Economics*, vol. 22, p. 1275-1288.
- Gopalan (R.), Nandab (V.) et Seru (A.) (2007)
« *Affiliated firms and financial support: Evidence from Indian business groups* », *Journal of Financial Economics*, vol. 86, p. 759-795.
- Jensen (M. C.) et Meckling (W. H.) (1976)
« *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure* », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.
- Kim (H.), Heshmati (A.) et Aoun (D.) (2006)
« *Dynamics of Capital Structure: The Case of Korean Listed Manufacturing Companies* », *Asian Economic Journal*, vol. 20, n° 3, p.275-302.
- Kraus (A.) et Litzenberger (R. H.) (1973)
« *A state-preference model of optimal financial leverage* », *The Journal of Finance*, vol. 28, p. 911-922.
- Lemmon (M. L.), Roberts (M. R.) et Zender (J. F.) (2008)
« *Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure* », *The Journal of Finance*, vol. 63, p. 1575-1608.
- Miller (M.) (1977)
« *Debt and Taxes* », *The Journal of Finance*, vol. 32, n° 2, p. 261-275.
- Modigliani (F.) et Miller (M.) (1958)
« *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* », *The American Economic Review*, vol. 48, n° 3, p. 261-297.
- Modigliani (F.) et Miller (M.) (1963)
« *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction* », *The American Economic Review*, vol. 53, n° 3, p. 433-443.
- Myers (S. C.) (1977)
« *Determinants of corporate borrowing* », *Journal of Financial Economics*, vol. 5, n° 2, p. 147-175.
- Myers (S. C.) et Majluf (N. S.) (1984)
« *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have* », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n° 2, p. 178-221.
- Picart (C.) (2003)
« *Internationalisation et endettement des grands groupes français à la fin des années 1990* », *Économie et Statistique*, n° 363-364-365, p. 207-234.
- Rajan (R.) et Zingales (L.) (1995)
« *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data.* », *The Journal of Finance*, vol. 50, n° 5, p. 1421-1460.

Annexe

Analyse économétrique des déterminants du levier d'endettement de firmes non financières françaises, 1988-2015

Variable dépendante	Levier			
Levier initial	0,466*** (0,000532)		0,325*** (0,00246)	
Taille (log)	- 0,00559*** (0,000128)	0,000151 (0,000311)	- 0,00604*** (0,000500)	- 0,00121 (0,00136)
EBE (log)	- 0,000181 (0,000205)	- 0,000118*** (1,49e-05)	- 0,0254*** (0,00527)	- 0,0140*** (0,000646)
Tangibilité (Log)	0,00461*** (0,000493)	0,0335*** (0,000826)	0,0130*** (0,00238)	0,0301*** (0,00384)
Indicatrice dividendes versés	- 0,0741*** (0,000289)	- 0,0375*** (0,000276)	- 0,0996*** (0,00163)	- 0,0304*** (0,00127)
Levier median industrie	0,454*** (0,00765)	0,238*** (0,00471)	0,513*** (0,0431)	0,236*** (0,0244)
Ratio valeur de marché/valeur historique de l'actif	- 0,00120** (0,000482)	- 0,00412*** (0,000343)	- 0,00421* (0,00254)	- 0,00685*** (0,00164)
Levier groupe			0,251*** (0,00335)	0,239*** (0,00482)
Observations	2 732 689	2 732 689	144 142	144 142
R2	0,351	0,041	0,285	0,040
Effets fixes entreprise	Non	Oui	Non	Oui
Effets fixes industrie	Oui	Non	Oui	Non
Effets fixes année	Oui	Oui	Oui	Oui
Nombre d'entreprises	349 258	349 258	28 474	28 474

Notes : Estimation par la méthode des moindres carrés ordinaires. La significativité statistique des coefficients est donnée par l'intermédiaire des écarts types et des p -valeurs : *, **, *** indiquent la significativité à 1 %, 5 % et 10 % respectivement. La variable dépendante est le levier la date t . Les variables indépendantes sont définies de la manière suivante : « Tangibilité (Log) » est défini comme la part des actifs « physiques » (ou tangibles) que sont les immobilisations corporelles et les stocks par rapport à la somme des actifs tangibles et intangibles (immobilisations incorporelles), « Taille (log) » est la valeur historique de l'actif, « Levier Groupe » est le levier du groupe à laquelle l'unité légale est affectée (on considère des groupes avec au moins dix filiales), « Indicatrice dividendes versés » est une variable binaire qui est égale à 1 lorsque l'entreprise verse des dividendes à une date t . « EBE (log) » est l'excédent brute d'exploitation.

Source : Bloomberg, calculs Banque de France.

Documents publiés

L'ensemble des publications est accessible sur internet (<https://www.banque-france.fr>).

Rapport annuel de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/rapport-annuel-de-la-banque-de-france>

Études parues dans le Bulletin de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/le-bulletin-de-la-banque-de-france>

Études sur les entreprises

<https://entreprises.banque-france.fr/etudes/etudes-sur-la-situation-des-entreprises>

Études parues dans la Revue de la stabilité financière

<https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/revue-de-la-stabilite-financiere>

Débats économiques

<https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/debats-economiques>

Documents de travail

<https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/documents-de-travail>

Rapports annuels

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

Focus

<https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/focus>

L'éco en bref

<https://publications.banque-france.fr/liste-rubrique/leco-en-bref-0>

Notes d'information

<https://publications.banque-france.fr/liste-rubrique/notes-dinformation-0>

Rue de la Banque

<https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/rue-de-la-banque>

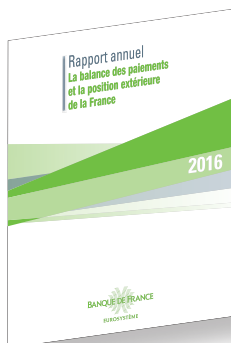
Prévisions économiques

<https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/previsions-economiques>

Évaluation des risques du système financier français

<https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/evaluation-des-risques-du-systeme-financier-francais>

Mises en ligne en juillet 2017



Balance des paiements et position extérieure de la France – Rapport annuel 2016

- Rémunération et envois de fonds : un bilan positif pour la France
- Les services de voyages en 2016 : la dégradation se poursuit
- Les investissements directs

Balance des paiements et position extérieure de la France – Rapport annuel 2016

<https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/balance-des-paiements-et-autres-statistiques-internationales/la-balance-des-paiements-et-la-position-exterieure/rapport-annuel-de-la-balance-des-paiements-et-la-position-exterieure-de-la-france.html>



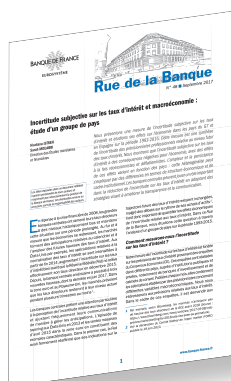
Rapport annuel de l'Observatoire de l'épargne réglementée – Exercice 2016

- Introduction
- L'évolution de l'épargne financière des ménages en 2016
- Les caractéristiques de l'épargne réglementée et leur évolution en 2016
- L'évolution des encours centralisés et décentralisés et les emplois correspondants

Rapport annuel de l'Observatoire de l'épargne réglementée – Exercice 2016

<https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/observatoire-de-lepargne-reglementee>

Autres parutions en ligne



Rue de la Banque

« Rue de la Banque » est une publication périodique en ligne destinée à élargir l'audience des travaux des chercheurs de la Banque de France auprès d'un large public intéressé par l'économie, tant en français qu'en anglais.

- Rue de la Banque n° 47 – septembre 2017

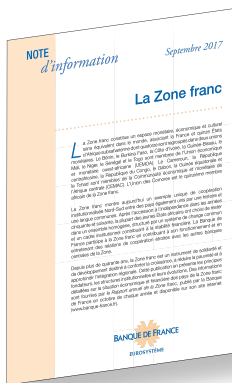
Le coût à long terme du protectionnisme sur l'éducation

- Rue de la Banque n° 48 – septembre 2017

Incertitude subjective sur les taux d'intérêt et macroéconomie : étude d'un groupe de pays

Accessible sur : <https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/rue-de-la-banque>

Autres parutions en ligne – « ABC de l'économie »



Notes d'information

- La Zone franc (août 2015, actualisation à paraître)
- Qui crée la monnaie ? (septembre 2015)
- Le surendettement des particuliers (septembre 2015)
- Le fichier national des incidents de remboursement des crédits aux particuliers (FICP) (janvier 2017)
- Le rôle du fichier central des chèques (FCC) et du fichier national des chèques irréguliers (FNCI) (septembre 2015)
- Qu'est-ce que la politique monétaire ? (septembre 2015)
- Les billets et les pièces en euros : les connaître, les utiliser (mars 2017)
- Le financement des entreprises (octobre 2015)
- L'euro (octobre 2015)
- L'union bancaire (novembre 2015)
- Le contrôle des banques et des assurances en France (novembre 2015)
- Le Comité consultatif du secteur financier (avril 2017)
- La balance des paiements et la position extérieure (décembre 2015)

Accessible sur : <https://publications.banque-france.fr/liste-rubrique/notes-dinformation-0>



L'éco en bref

- Que fait la Banque de France ?
- Les billets en euros
- Le financement des entreprises
- L'euro
- L'or
- La dette publique
- Qui crée la monnaie ?
- Qu'est-ce que la politique monétaire ?
- La politique monétaire conventionnelle de la zone euro
- Le surendettement
- La Zone franc
- Les politiques monétaires non conventionnelles
- Les fichiers d'incidents bancaires

Accessible sur : <https://publications.banque-france.fr/liste-rubrique/leco-en-bref-0>

Éditeur

Banque de France
39, rue Croix-des-Petits-Champs
75001 Paris

Directeur de la publication

Nathalie Aufauvre

Comité éditorial

Dominique Rougès

Unités de la Banque de France représentées

DGEI, DGS, DGSER

Rédaction en chef

Corinne Dauchy

Secrétaires de rédaction

Christine Collomb-Jost, Caroline Corcy,
Céline Mistretta-Belna

Maquettistes, opérateurs PAO et prépresse

Studio Création
Direction de la Communication

Demandes d'abonnement en ligne

[https://publications.banque-france.fr/notification/
subscriptions-management-request](https://publications.banque-france.fr/notification/subscriptions-management-request)

Édition numérique

Banque de France DIRCOM-SEL

Dépôt légal

Septembre 2017

Internet

Le bulletin
[https://publications.banquefrance.fr/
liste-chronologique/
le-bulletin-de-la-banque-de-france](https://publications.banquefrance.fr/liste-chronologique/le-bulletin-de-la-banque-de-france)

Les publications de la Banque de France
<https://publications.banque-france.fr/>