BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

SEPTEMBRE 2007

NUMÉRO SPÉCIAL

PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES

165

BANQUE DE FRANCE

EUROSYSTÈME

102–165

SOMMAIRE

ÉDITORIAL — Le système financier français accompagne-t-il le développement des PME ?

ACTUALITÉ — Sommaire 1

ÉTUDES — Sommaire 19

L'accès des PME aux financements bancaires 21
Daniel GABRIELLI
Les conditions d'accès des PME au crédit se sont plutôt améliorées ces dernières années. Des handicaps persistent néanmoins (cherté relative des découverts bancaires, contraintes de financement propres à certains secteurs) dans un contexte financier devenu moins accommodant sur la période récente.

Dix années de dynamique financière des PME en France 31
Jean-Luc CAYSSIALS, Élisabeth KREMP, Christophe PETER
En 10 ans les PME en France ont renforcé leur structure de financement. En revanche, l'investissement apparaît faible sur les dernières années. L'image est plus favorable pour les PME adossées à un groupe, environ une sur deux désormais, qui sont en moyenne plus dynamiques que les PME indépendantes.

La situation économique des PME depuis 1997 en Allemagne 49
Deutsche Bundesbank
Les PME en Allemagne ont amélioré significativement leur rentabilité et leur structure financière au cours des dix dernières années. Cela résulte dans une large mesure d'une discipline dans la gestion des coûts tandis que le principal enjeu aujourd'hui porte sur leur comportement d'investissement.

Mieux connaître les petites et moyennes entreprises 65
Henry SAVAJOL
Au-delà de la diversité des PME se dégagent des besoins communs qui sollicitent en partie des réponses de politiques publiques : disposer de structures de facilitation pour améliorer le travail en réseau, mieux gérer la fonction financière et favoriser un accès plus aisé au conseil durant les premières années de croissance.

Contribution des PME à la croissance – Revue de la littérature 77
Delphine IRAC
Les PME contribuent fortement à l'amélioration de la compétitivité, du dynamisme de l'innovation et de la croissance d'une économie ; cette revue de la littérature met en perspective les déterminants de leur développement et de leur cycle de vie.

Déterminants du niveau d'innovation dans les PME 87
Christophe CAHN, Delphine IRAC, Philippe ASKENAZY
Les mesures en faveur de la concurrence pourraient avoir dans les PME un impact contrasté sur leur niveau d'innovation ; cependant, un accompagnement des PME en phase basse de cycle pourrait favoriser leur effort permanent d'innovation.

Les PME et l'accès aux marchés de capitaux en France : un état des lieux 95
Yves MANSION, Anne DEMARTINI, Samia MEKIOUS
L'importance des «petites et moyennes valeurs» s'est renforcée de manière significative au cours du dernier cycle boursier. Des initiatives se poursuivent pour renforcer l'adaptation du cadre réglementaire à cette population très spécifique.

Le financement des PME et la réforme de Bâle II 105
Valérie GOLITIN
La réglementation bancaire française issue de l'accord de Bâle II est globalement favorable au financement des PME puisqu'elle devrait faciliter la transparence dans les relations banque-entreprise, une offre de crédit et une tarification mieux adaptées à la spécificité de chaque emprunteur.

NOTES THÉMATIQUES

1 Private equity 115
2 *Financement des PME et normes comptables* 119

STATISTIQUES
Sommaire S1

DIVERS
Abréviations I
Documents publiés III
Sommaire du *Bulletin officiel de la Banque de France* n° 105 de septembre 2007 XI
Coupon-abonnement XIII

Achevé de rédiger le 28 septembre 2007

Site internet : www.banque-france.fr

ÉDITORIAL

Le système financier français accompagne-t-il le développement des PME ?

Cette interrogation prend un relief particulier dans le contexte économique et financier actuel qui suscite la crainte qu'un resserrement du crédit survienne et qu'il se fasse au détriment des PME. Or beaucoup d'attentes s'expriment envers les PME en raison du potentiel qu'elles représentent pour rehausser le taux de croissance de l'économie, créer des emplois et concourir au redressement du commerce extérieur.

Pour évaluer dans quelle mesure les PME peuvent faire face à ces attentes, le *Bulletin* aborde les différents aspects de leur situation financière, les met en perspective en s'appuyant notamment sur l'exemple allemand et montre comment le système financier français cherche à répondre aux besoins actuels.

Le financement des PME présente des caractéristiques spécifiques. Il dépend généralement davantage du crédit bancaire alors que les grandes entreprises peuvent accéder directement aux marchés de capitaux.

Le *financement bancaire* des PME est devenu, dans l'ensemble, plutôt aisé ces dernières années. De nombreuses initiatives publiques et privées ont en effet facilité l'accès des PME au crédit, et l'ont élargi à de nouveaux produits. Le coût du crédit est resté relativement bas et, en moyenne, moins élevé pour les entreprises françaises que pour leurs homologues de la zone euro. Aussi bien, depuis 2004, les crédits nouvellement consentis aux PME françaises ont enregistré une reprise soutenue et crû à un rythme plus rapide que dans le reste de la zone euro, les entreprises ayant de surcroît bénéficié d'un sensible assouplissement de la politique d'offre des établissements prêteurs.

D'autres mécanismes permettent aux petites entreprises françaises de croître : des *mécanismes de marché*, par lesquels les petites entreprises trouvent, dans l'adossement à un groupe, des relais de croissance et gardent leur capacité d'innovation ; une *réponse publique* pour relever les enjeux du développement en favorisant la mise en réseau — *via* les pôles de compétitivité par exemple — ou en encourageant la recherche.

L'examen des structures de financement met en évidence la bonne situation générale des PME françaises. Il soulève cependant un certain nombre de questions. En particulier l'assainissement des structures financières des PME a pour corollaire une faiblesse relative de leur taux d'investissement. La question de leur capacité à préserver ou renforcer leur compétitivité dans les prochaines années se pose.

La mise en perspective de ces constats avec la situation des PME allemandes amène à s'interroger sur la « taille optimale » pour une PME. Une taille moyenne plus petite en France qu'en Allemagne pourrait notamment expliquer des blocages dans les dynamiques d'innovation ou de moindres performances à l'exportation. La différence de taille moyenne peut être liée aussi à la spécificité de la relation banque-entreprise en Allemagne. Les banques, impliquées dans un partenariat de moyen terme, disposent d'une connaissance approfondie de leur client et cette « réduction des asymétries d'information » favorise l'accompagnement bancaire du développement de l'entreprise.

Pour autant certaines contraintes de financement existent, notamment un coût relativement élevé pour le financement des besoins de trésorerie à court terme et le poids du crédit interentreprises plus lourd que pour les grandes entreprises. En outre le financement de l'immatériel est traditionnellement couvert par l'autofinancement de l'entreprise. Or, l'importance accrue de ce type d'investissement peut nécessiter un apport de ressources externes.

Le système financier français dispose parallèlement des moyens de répondre à ces enjeux. S'agissant de l'accès au marché des capitaux, la création d'Alternext offre aux PME à forte croissance une réponse aux besoins spécifiques du financement de la croissance rapide portée par des projets innovants et à forte composante immatérielle. Elle s'inscrit aussi dans une démarche de compétitivité visant à alléger le poids des contraintes réglementaires et administratives pesant sur les petites et moyennes valeurs tout en assurant la sécurité des investisseurs et en aidant les entreprises à progresser dans la gestion de leur communication financière. Alternext est, en outre, un dispositif essentiel pour fournir des indicateurs de marché — liquidité, volatilité, valorisation — permettant de mieux apprécier la valeur du risque de moyenne période portant sur les PME.

S'agissant de financement bancaire, les nouvelles règles issues de l'accord de Bâle — dit « Bâle II » — accordent une attention spécifique aux entreprises et notamment aux PME. La mise en œuvre de Bâle II ne devrait pas, loin s'en faut, être de nature à les pénaliser puisqu'elles bénéficient globalement de pondérations plus favorables que dans le dispositif précédent. En encourageant une analyse plus rigoureuse et différenciée du risque de crédit et en favorisant une plus grande transparence, le nouveau dispositif ouvre la voie à une nouvelle phase de la relation entre les banques et les entreprises, fondée sur les progrès réalisés en matière de qualité et d'objectivité de l'évaluation des emprunteurs.

En définitive, les contraintes de financement qui subsistent appellent davantage des réponses ciblées qu'un traitement global. Aujourd'hui, des réflexions sont très engagées pour proposer les moyens de lever les obstacles structurels à la croissance.

Ce changement de contexte doit permettre un financement sain de la croissance des PME *via* une montée contrôlée du risque. Il ne s'agit nullement de soutenir systématiquement les entreprises ; au contraire, c'est parce que des entreprises peu performantes ou moins innovantes disparaissent que d'autres peuvent se développer. Pour ce faire, il faut aider ces dernières à franchir le saut de l'innovation, puis en assurer le financement quel que soit l'état du cycle économique. Pour les autres, il faut déceler les difficultés le plus en amont possible de la défaillance pour en circonscrire les incidences ou favoriser le rebond.

Face à cet enjeu, la réponse tient dans un mot : la transparence. Transparence réciproque du prêteur vis-à-vis de l'emprunteur, de l'investisseur vis-à-vis de l'émetteur. Cette préoccupation devrait notamment guider les réflexions sur les modalités d'allégement des contraintes pesant sur les PME. En effet la transparence se matérialise principalement par la publication d'informations comptables et financières. La qualité de celles-ci — plutôt que la quantité —, l'homogénéité de leur présentation, doivent être renforcées. C'est aussi une des conditions pour un engagement durable des investisseurs et des banques dans l'accompagnement des PME, qu'il s'agisse de les inciter à se restructurer ou se regrouper pour mieux rebondir, ou d'aider celles en forte croissance à franchir de nouveaux paliers de développement.

ACTUALITÉ

Faits saillants 2

1| La situation économique de la France 3

1|1 La croissance et les prix 3
1|2 La balance des paiements 7

2| La monnaie, les placements et les financements 10

2|1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro 10
2|2 L'endettement intérieur total – France 11
2|3 L'endettement sur les marchés 11
2|4 Les crédits des institutions financières monétaires 11
2|5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux 12
2|6 Les flux de souscriptions par catégories d' OPCVM 12

3| Les marchés de capitaux 14

3|1 Les marchés de change et de matières premières 14
3|2 Les marchés de taux d'intérêt 15
3|3 Les marchés boursiers 17

ENCADRÉS

1 Évolution récente de l'environnement international et zone euro 4
2 Compétitivité de l'économie française 5
3 Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en août 2007 12
4 Structure et évolution des PEA bancaires au deuxième trimestre 2007 13

Document rédigé sur la base des données disponibles le 19 septembre 2007

Faits saillants

La situation économique de la France

- Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le produit intérieur brut progresserait de 0,6 % au troisième trimestre de 2007. L'acquis de croissance pour 2007 à la fin du troisième trimestre serait de 1,6 %.
- D'après l'*enquête mensuelle de conjoncture* de la Banque de France, l'indicateur du climat des affaires a atteint 108 en juillet, comme en juin.
- En août, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a atteint + 1,3 %.

La monnaie, les placements et les financements

- Dans la zone euro, la progression annuelle de l'agrégat *M3* s'est renforcée en juillet (11,7 %, après 10,9 %). Le fort taux de croissance annuel des instruments négociables inclus dans *M3 – M2* est resté inchangé (19,8 %), mais celui de *M1* a connu un net rebond (6,9 %, après 6,1 %), et celui des autres dépôts monétaires inclus dans *M2 – M1* a continué de s'élever (15,0 %, après 13,9 %). S'agissant des contreparties de *M3*, la contribution de l'extérieur à la croissance de l'agrégat a augmenté (3,8 points de taux de croissance de *M3*, après 3,5 en juin) alors que le taux de croissance des concours au secteur privé est resté quasiment inchangé (11,6 %, après 11,5 %), reflétant encore la progression soutenue des crédits au secteur privé (10,9 %, après 10,8 %).
- En France, la croissance annuelle des crédits au secteur privé s'est à nouveau accentuée (12,5 %, après 12,1 %) avec le développement de la reprise des crédits aux sociétés non financières (11,0 %, après 10,0 %). Le taux de croissance des crédits aux ménages n'a pas varié (10,6 %), le ralentissement graduel des crédits à l'habitat (13,3 %, après 13,8 %) ayant été compensé par la reprise des crédits de trésorerie et des autres crédits.

Les marchés de capitaux

Le mois d'août a été marqué par la défiance qui s'est instaurée sur les marchés vis-à-vis du risque *subprime* hypothécaire américain et des banques susceptibles d'être impliquées ; par contagion, la crise de confiance s'est étendue aux instruments financiers de titrisation du crédit. L'accroissement très marqué de l'aversion au risque s'est traduit par un enraiement du marché interbancaire tandis que les craintes d'un ralentissement plus important que prévu de l'activité économique américaine se renforçaient. Dans ce contexte :

- les taux interbancaires au comptant se sont fortement tendus, mouvement freiné par les injections de liquidités rapidement opérées par les banques centrales ;
- les taux monétaires anticipés tirés des *swaps* de taux ont diminué du fait d'une révision à la baisse des anticipations sur les futurs taux directeurs des principales banques centrales ;
- les rendements obligataires se sont inscrits en retrait, les courbes obligataires se pentifiant ;
- le yen s'est apprécié contre les principales devises ; le dollar n'a que temporairement bénéficié de la remontée de l'aversion au risque ;
- les principales bourses ont connu une volatilité nettement accrue mais, au total, ont fait preuve d'une forte résilience au mois d'août.

I| La situation économique de la France

I|1 La croissance et les prix

Une activité toujours soutenue, mais devenue plus hésitante

En juillet, l'indice de la production industrielle hors énergie et industries agricoles et alimentaires (IAA) a progressé de 1,5 %, après une baisse en juin de 0,5 %. Cette hausse est essentiellement due à la composante « industrie automobile » (+ 4,7 %, après – 2,4 % en juin) et aux biens intermédiaires (+ 1,7 %, après – 1,0 %). Sur les trois derniers mois par rapport aux trois mois précédents, la production industrielle hors énergie et IAA a augmenté de 0,1 % et l'acquis de croissance pour le troisième trimestre atteint + 1,2 %, après une stabilité au deuxième trimestre.

Le solde du commerce extérieur s'est dégradé en juillet à – 3,3 milliards d'euros (en données cvs-cjo FAB/FAB), après – 3,1 milliards en juin. Les exportations progressent de 5,9 % sur un an et les importations de 6,1 %.

À l'inverse, le nombre de mises en chantier de logements neufs a amorcé une nette reprise sur les trois derniers mois comparés aux trois mêmes mois de l'année précédente (+ 11,9 % fin juillet, contre – 2,6 % à fin juin). La même évolution est observée pour la construction de bâtiments non résidentiels (+ 14,2 % fin juillet, contre + 7,9 % à fin juin).

Le taux de chômage au sens du BIT s'établit en juillet à 8,0 % de la population active, comme en juin. Au cours du deuxième trimestre 2007, les effectifs salariés ont augmenté de 0,3 % dans les secteurs principalement marchands, après + 0,7 % au premier trimestre. Sur un an, au deuxième trimestre, l'emploi progresse de 1,7 %.

D'après l'*Enquête mensuelle de conjoncture* de la Banque de France, l'indicateur du climat des affaires reste stable en juillet, s'établissant à 108 depuis quatre mois consécutifs. Le taux d'utilisation des capacités de production reste à un niveau élevé, toujours au-dessus de sa moyenne de longue période, et l'activité industrielle a progressé. Les perspectives de production exprimées par les chefs d'entreprise sont stables à très court terme. Dans le secteur des services marchands, le rythme de croissance de l'activité a ralenti. La demande continue d'être bien orientée. L'activité commerciale a légèrement augmenté d'un mois à l'autre et s'inscrit en hausse sur un an.

Mais en août, les immatriculations de véhicules neufs ont baissé de 3,7 %, après + 2,8 % en juillet.

Au total, selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le produit intérieur brut progresserait de 0,6 % au troisième trimestre de 2007. Dans ces conditions, l'acquis de croissance pour 2007 à la fin du troisième trimestre serait de + 1,6 %.

Des hausses de prix encore contenues

En juin, les prix à la production dans l'industrie pour le marché français ont progressé de 0,2 %, comme en mai. Sur un an, la hausse atteint 1,9 %. Hors énergie et IAA, les prix augmentent à un rythme annuel de 2,5 %.

En août, l'indice du prix des matières premières importées par la France, exprimé en euros, a baissé de 4,3 % sur un mois, après + 9,3 % en juillet, portant ainsi le glissement annuel à – 7,5 %, après – 5,5 % en juillet.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a augmenté de 0,4 % en août (+ 1,3 % en glissement annuel, après + 1,2 % en juillet). L'IPCH (brut) hors énergie et alimentaire non transformé s'établit à + 1,6 % en glissement annuel, après + 1,4 % en juillet.

ENCADRÉ 1

Évolution récente de l'environnement international et zone euro

États-Unis

- Baisse de 50 points de base du taux cible des fonds fédéraux à 4,75 %
- Révision à la hausse du PIB en seconde estimation au deuxième trimestre 2007 : + 4,0 % en variation trimestrielle annualisée, contre + 3,4 % en première estimation, et après + 0,6 % au premier trimestre
- Baisse de l'indice PMI manufacturier en août : 52,9, après 53,8 en juillet et stabilité de l'indice ISM non manufacturier, à 55,8
- Baisse sur un an du nombre de ventes de logements neufs (– 10,2 %, après – 21,2 % en juin), des logements anciens (– 9,0 %, après – 11,3 % en juin), des mises en chantier (– 19,1 %, après – 21,7 % en juillet) et des permis de construire (– 24,5 %, après – 21,7 % en juillet)
- Baisse de l'inflation mesurée par le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation en août : + 2,0 % en glissement annuel, après + 2,4 % en juillet, et + 2,1 %, après + 2,2 % en juillet, pour l'indice des sous-jacents
- Hausse des ventes au détail en valeur en août (cvs) : + 0,3 % en variation mensuelle (+ 0,5 % en juillet), soit + 3,7 % en glissement annuel (+ 3,6 % en juillet)
- Taux de chômage stable en août à 4,6 %, mais forte baisse du taux de participation
- Destructions nettes d'emplois en août (– 4 000) dans le secteur non agricole
- Déficit de la balance des biens et services en juillet : – 59,2 milliards de dollars, après – 59,4 milliards en juin
- Amélioration du déficit courant au deuxième trimestre 2007 : – 5,5 points de PIB, après – 5,8 points de PIB au premier trimestre

Japon

- Révision à la baisse du PIB au deuxième trimestre 2007 (prix constants, cvs) : – 0,3 % en variation trimestrielle, contre + 0,1 % en première estimation, après + 0,7 % au premier trimestre (+ 1,7 % en glissement annuel au deuxième trimestre, contre + 2,3 % en première estimation, après + 2,6 % au premier trimestre)
- Hausse de l'indice PMI du secteur manufacturier (cvs) en août : 49,6, contre 49,0 en juillet
- Taux de chômage en juillet (cvs) : 3,6 %, après 3,7 % en juin
- Indice des prix à la consommation en juillet : 0,0 % sur un an, après – 0,2 % en juin. Indice des prix à la consommation hors produits énergétiques et produits alimentaires : – 0,1 % sur un an, comme en juin
- Dépenses de consommation des ménages en juillet (volume) : – 0,1 % sur un an, après + 0,1 % en juin
- Forte baisse de la rémunération nominale des salariés par tête en juillet : – 1,9 % sur un an, après – 0,9 % en juin
- Excédent commercial en juillet (données brutes des douanes en valeur) : + 671,2 milliards de yens, soit 4,5 milliards d'euros, contre + 1 223,4 milliards de yens en juillet 2006, soit 8,5 milliards d'euros

Royaume-Uni

- Déficit commercial en juillet : 7,1 milliards de livres, contre 6,5 milliards de livres en juin
- Baisse de l'inflation mesurée par le glissement annuel de l'IPCH en août : 1,8 %, contre 1,9 % en juillet

Zone euro

- Production industrielle en hausse de 0,6 % en juillet, après une stabilité en juin, soit un glissement annuel de + 3,7 % en juillet, contre + 2,4 % en juin
- Augmentation de l'indice des prix à la production industrielle de 0,3 % en juillet (+ 0,1 % en juin), soit + 1,8 % en glissement annuel (+ 2,2 % en juin)
- Progression du volume des ventes du commerce de détail de 0,1 % en juillet, contre + 0,6 % en juin ; le glissement annuel s'établit à + 0,5 % en juillet, après + 1,0 % en juin
- Taux de chômage à 6,9 % en juillet, inchangé par rapport à juin ; variation de – 0,9 point sur un an
- Deuxième baisse consécutive de l'indice PMI dans le secteur manufacturier au mois d'août, à 54,3 (54,9 en juillet) ; diminution également de celui des services, à 58,0 après deux mois stables à 58,3
- Glissement annuel de l'IPCH, à + 1,7 % en août, contre + 1,8 % en juillet
- En juillet, solde excédentaire du commerce extérieur de 4,6 milliards d'euros (en données brutes en valeur), contre + 1,1 milliard en juillet 2006

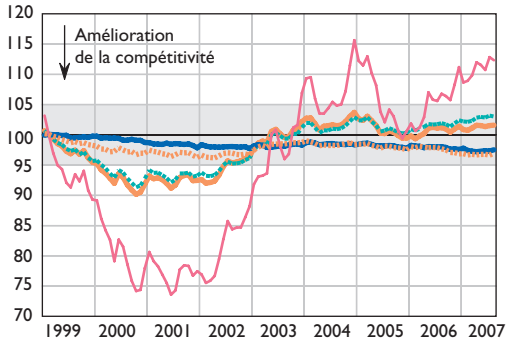
ENCADRÉ 2

Compétitivité de l'économie française

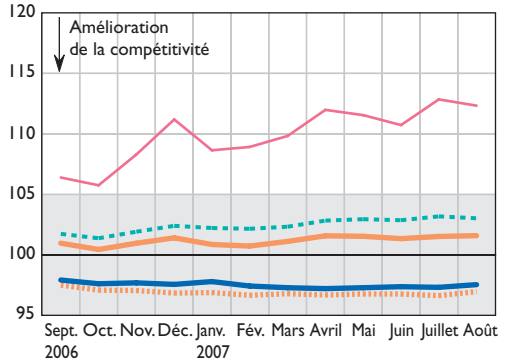
Mesurée par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1er trimestre 1999)

... depuis 1999



... sur un an

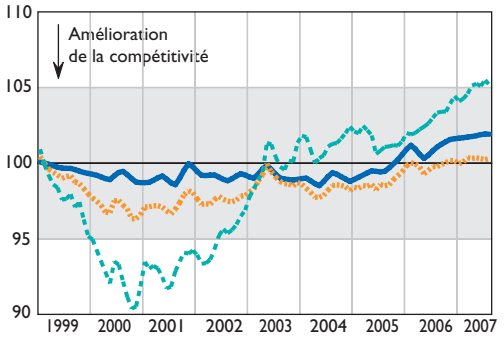


- Vis-à-vis d'un ensemble de 56 partenaires
- Vis-à-vis des pays industrialisés
- Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 25
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- Vis-à-vis des États-Unis
- Écart de + ou – 5 % par rapport au premier trimestre 1999

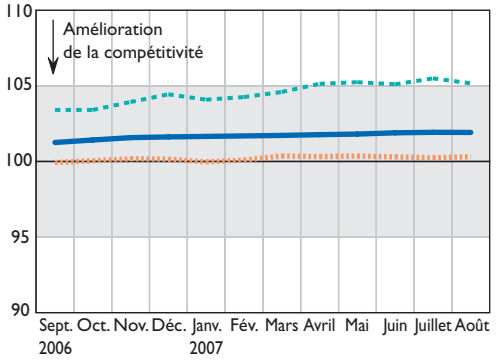
Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

(indices base 100 = 1er trimestre 1999)

... depuis 1999



... sur un an



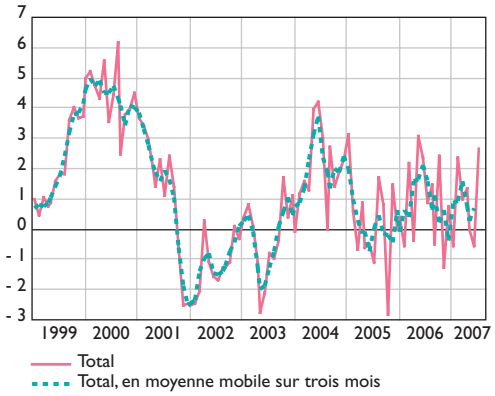
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 15
- Vis-à-vis de 22 partenaires de l'OCDE
- Écart de + ou – 5 % par rapport au premier trimestre 1999

Note : La composition des groupes de pays cités est décrite dans la notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin.
Sources : Banque de France, BCE, BRI, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datastream
Calculs : Banque de France

Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

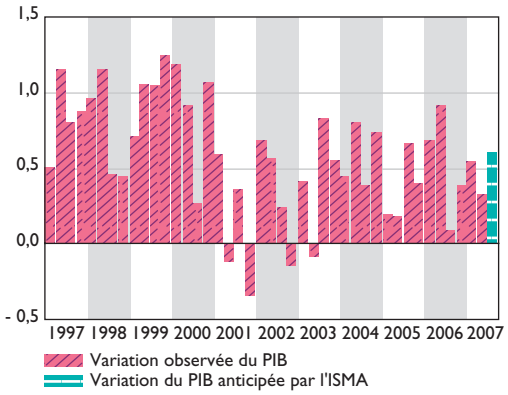
Production industrielle hors BTP

(glissement annuel, en %)



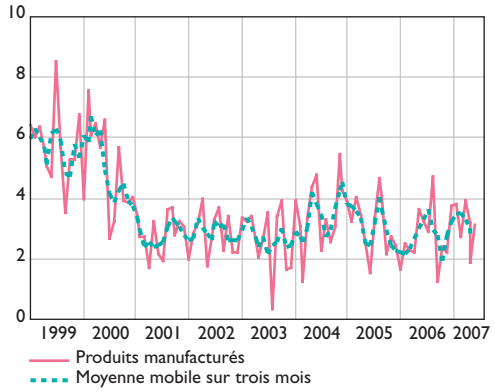
ISMA et PIB

(variation trimestrielle cjo-cvs, en %)



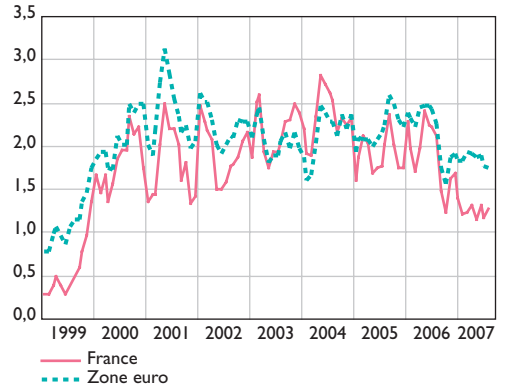
Consommation des ménages en produits manufacturés

(glissement annuel, en %)



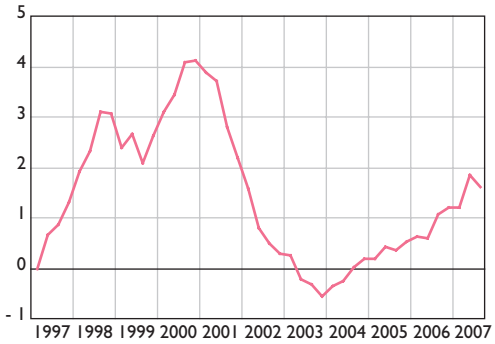
Indice harmonisé des prix à la consommation

(glissement annuel, en %)



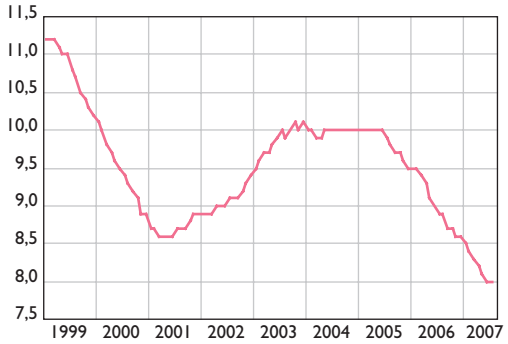
Effectifs salariés dans le secteur marchand

(glissement annuel, en %)



Taux de chômage au sens du BIT

(cvs)



Sources : INSEE, Banque de France

1|2 La balance des paiements

Les résultats en juillet 2007

Le solde des *transactions courantes* passe de – 1,7 milliard d'euros en données cvs au mois de juin 2007 à – 2,2 milliards au mois de juillet. La détérioration provient des échanges de services dont l'excédent se réduit de 0,5 milliard. Le solde des revenus enregistre un léger fléchissement, passant de 2,2 milliards en juin à 2,0 milliards en juillet. Le déficit des échanges de biens, évolue peu, à – 3,2 milliards.

Dans le *compte financier*, les investissements directs se soldent par des sorties nettes de capitaux de 12,3 milliards d'euros, presque aussi élevées que celles du mois dernier. Les investissements français à l'étranger fléchissent quelque peu, à 19,5 milliards, mais les opérations en capital social s'accroissent de 1,3 milliard par rapport à juin, à 12,3 milliards. Sur les douze derniers mois, les investissements directs étrangers en France et français à l'étranger sont respectivement en hausse de 17 et 51 milliards par rapport à l'année 2006, le solde net de la ligne s'établissant à – 61,0 milliards, contre – 27,1 milliards en 2006.

Les *investissements de portefeuille* se traduisent par des entrées nettes de 6,6 milliards d'euros en juillet. Ce mois-ci, les opérations des résidents sur titres étrangers sont quasiment équilibrées (– 1,0 milliard), leurs ventes nettes d'actions et titres d'OPCVM (11,3 milliards) compensant presque intégralement leurs achats d'obligations (11,1 milliards) et d'instruments du marché monétaire (1,2 milliard). Les non-résidents, à l'inverse, acquièrent des actions et titres d'OPCVM français (pour 10,4 milliards) et cèdent des titres de dette, principalement sous l'effet de l'arrivée à échéance d'une ligne de BTAN. En cumul sur les douze derniers mois, le solde des investissements de portefeuille s'établit à 35,6 milliards, contre – 59,5 milliards en 2006. Ce retournement du solde tient pour l'essentiel au comportement des résidents, qui ont vendu pour 4,2 milliards d'actions et titres d'OPCVM étrangers sur les douze derniers mois, alors qu'ils en avaient acquis pour 48,3 milliards en 2006.

Les « autres investissements » se soldent par des entrées nettes de 20,4 milliards en juillet. Les institutions financières monétaires, la Banque de France et les administrations contractent des engagements nets cumulés de 32,0 milliards, tandis que les « autres secteurs » accroissent leurs avoirs nets, principalement sous l'effet de placements de sociétés non financières à l'étranger.

La balance des paiements simplifiée

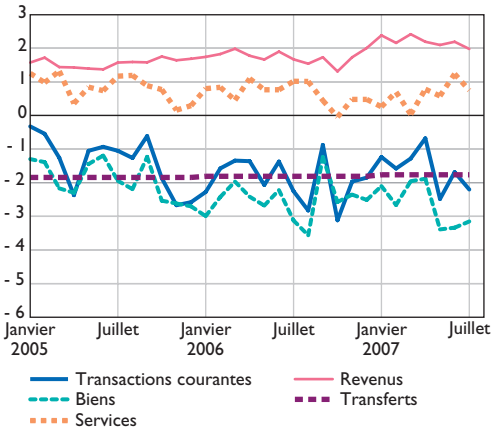
(en milliards d'euros)

	Cumuls 12 mois (données brutes)			Cumuls 3 mois glissants (cvs-cjo) (a)		Montants mensuels (cvs-cjo) (a)		
	Déc. 2005 (b)	Déc. 2006 (b)	Juillet 2007 (c)	Juillet 2006 (b)	Juillet 2007 (c)	Mai 2007 (c)	Juin 2007 (c)	Juillet 2007 (c)
Compte de transactions courantes	**- 15,7**	**- 22,5**	**- 18,4**	**- 5,7**	**- 6,4**	**- 2,5**	**- 1,7**	**- 2,2**
Biens	- 23,0	- 30,0	- 30,4	- 8,0	- 9,9	- 3,4	- 3,3	- 3,2
Services	10,6	8,3	7,1	2,5	2,6	0,6	1,2	0,7
Revenus	18,7	21,0	26,1	5,2	6,3	2,1	2,2	2,0
Transferts courants	- 22,1	- 21,7	- 21,2	- 5,4	- 5,3	- 1,8	- 1,8	- 1,8
Compte de capital	**0,5**	**- 0,2**	**1,8**	**- 0,1**	**1,3**	**1,1**	**0,1**	**0,1**
Compte financier	**- 10,5**	**63,9**	**42,1**	**2,6**	**15,4**	**10,9**	**- 7,0**	**11,5**
Investissements directs	- 32,1	- 27,1	- 61,0	- 10,5	- 27,6	1,1	- 16,3	- 12,3
- Français à l'étranger	*- 97,3*	*- 91,7*	*- 142,4*	*- 23,6*	*- 53,7*	*- 9,2*	*- 25,0*	*- 19,5*
- Étrangers en France	*65,2*	*64,6*	*81,3*	*13,1*	*26,2*	*10,3*	*8,7*	*7,2*
Investissements de portefeuille	- 13,7	- 59,5	35,6	- 25,7	9,6	- 1,1	4,0	6,6
- Avoirs	*- 194,5*	*- 270,5*	*- 187,2*	*- 63,5*	*- 38,7*	*- 14,7*	*- 23,1*	*- 1,0*
dont actions et titres d'OPCVM	*- 42,9*	*- 48,3*	*4,2*	*- 12,1*	*24,9*	*16,5*	*- 2,9*	*11,3*
- Engagements	*180,8*	*211,0*	*222,8*	*37,8*	*48,3*	*13,6*	*27,1*	*7,6*
dont actions et titres d'OPCVM	*52,6*	*58,8*	*55,7*	*18,5*	*18,3*	*- 9,8*	*17,7*	*10,4*
Produits financiers dérivés	5,2	3,3	- 4,7	3,1	- 3,4	- 0,6	- 1,6	- 1,2
Autres investissements	23,0	155,9	80,3	36,1	38,3	10,8	7,1	20,4
dont IFM	*- 2,3*	*135,6*	*84,5*	*33,0*	*50,9*	*32,9*	*- 3,9*	*22,0*
Avoirs de réserve	7,1	- 8,8	- 8,0	- 0,5	- 1,5	0,7	- 0,2	- 2,0
Erreurs et omissions (d)	**25,7**	**- 41,3**	**- 25,6**	**5,8**	**- 8,9**	**- 5,3**	**6,6**	**- 10,3**

(a) Données cvs-cjo pour le compte de transactions courantes et données brutes pour le compte financier et le compte de capital
(b) Chiffres semi-définitifs
(c) Chiffres provisoires
(d) Égales, mais de signe opposé, à la somme des soldes du compte financier, du compte de capital et du compte de transactions courantes (en données brutes)

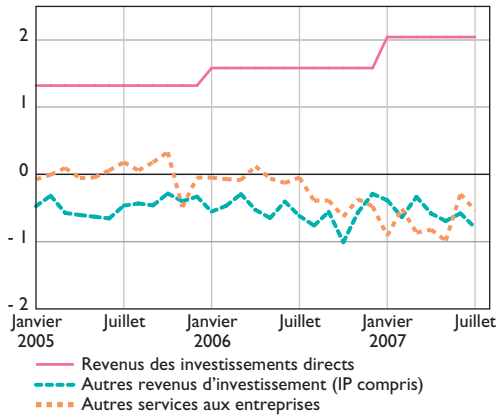
Transactions courantes
Soldes – 1 (a)

(en milliards d'euros)



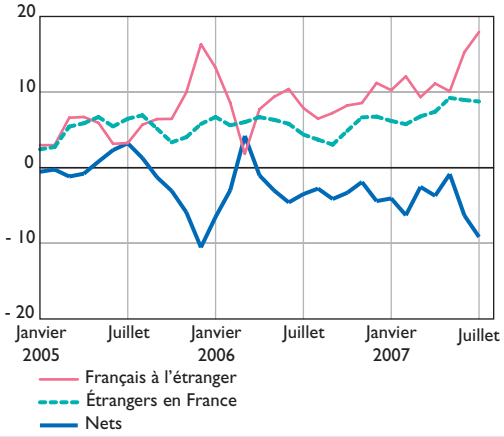
Transactions courantes
Soldes – 2 (a)

(en milliards d'euros)



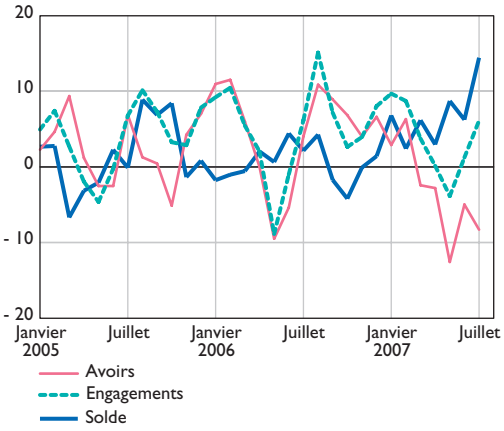
Investissements directs (b)
(moyenne mobile sur 3 mois)

(en milliards d'euros)



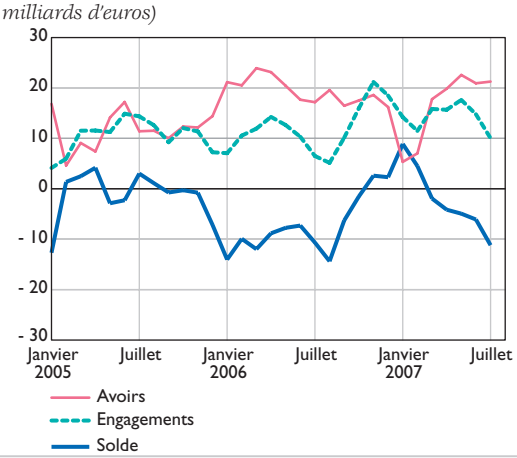
Investissements de portefeuille – Actions (b)
(moyenne mobile sur 3 mois)

(en milliards d'euros)



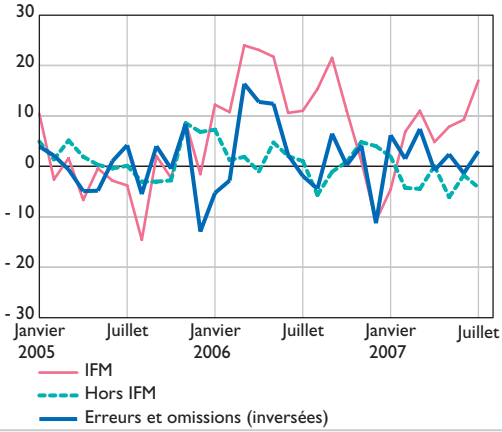
Investissements de portefeuille – Titres de dette (b)
(moyenne mobile sur 3 mois)

(en milliards d'euros)



Autres investissements – Erreurs et omissions
(moyenne mobile sur 3 mois)

(en milliards d'euros)



(a) Les séries figurant dans ces graphiques sont en données cvs-cjo, à l'exception des transferts courants et des revenus d'investissements directs (ID) qui sont lissés.
(b) Signe de balance inversé pour les avoirs : un signe positif sur le graphique correspond à un investissement net des résidents.

2| La monnaie, les placements et les financements

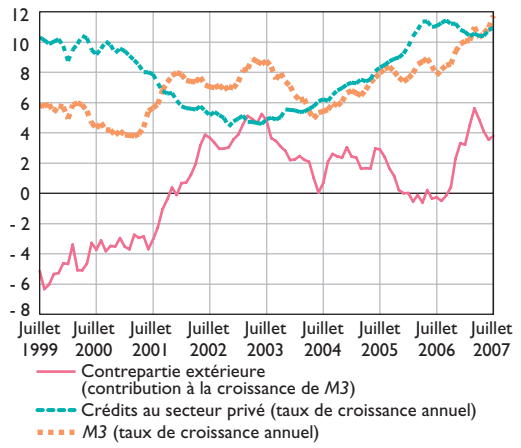
2|1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel cvs de l'agrégat *M3* a augmenté en juillet (11,7 %, après 10,9 %), comme sa moyenne mobile sur trois mois (11,1 % pour la période allant de mai à juillet, après 10,6 % pour la période allant d'avril à juin). Cette évolution a principalement résulté de l'accélération des dépôts à vue (6,4 %, après 5,5 %) et de la poursuite de l'essor des autres dépôts monétaires (15,0 %, après 13,9 %) alors que le taux de croissance annuel des instruments négociables inclus dans *M3* – *M2* n'a pas varié (19,8 %).

Au sein des contreparties de *M3*, la progression des concours au secteur privé s'est quelque peu renforcée (11,6 %, après 11,5 %), la légère accélération des crédits au secteur privé (10,9 %, après 10,8 %) l'emportant sur le ralentissement des portefeuilles de titres (15,4 %, après 16,2 %). La contribution de la contrepartie extérieure à la croissance de *M3* s'est accrue (3,8 points de taux de croissance de *M3*, après 3,5 en juin).

Agrégat monétaire, crédits au secteur privé et contrepartie extérieure – zone euro
(données cvs)

(en %)



Source : BCE

Tendances monétaires et financières – zone euro et France

(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)

	Encours à fin juillet 2007	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro Juillet 2007
		Juin 2007	Juillet 2007	
Zone euro (b)				
Agrégats monétaires (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	604,7	9,2	9,2	
+ Dépôts à vue	3 201,1	5,5	6,4	
= M1	**3 805,7**	**6,1**	**6,9**	
+ Autres dépôts monétaires	3 228,2	13,9	15,0	
= M2	**7 033,9**	**9,5**	**10,4**	
+ Instruments négociables	1 240,0	19,8	19,8	
= M3	**8 274,0**	**10,9**	**11,7**	
Crédits au secteur privé (en données cvs)	**9 782,4**	**10,8**	**10,9**	
Créances sur le secteur privé (en données cvs)	**11 434,3**	**11,5**	**11,6**	
France				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	475,8	6,9	5,8	14,9
Comptes sur livret	426,5	5,8	5,6	28,1
Dépôts à terme ≤ 2 ans	96,5	43,8	59,1	5,7
Titres d'OPCVM monétaires	371,8	11,8	11,5	51,9
Titres de créance ≤ 2 ans	83,6	19,3	3,7	34,7
Crédits au secteur privé (c)	**1 672,8**	**12,1**	**12,5**	**17,1**

(a) Évolutions corrigées de l'incidence des reclassements et des effets de valorisation
(b) Opérations des IFM de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro
(c) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français y compris les crédits des FCC
Sources : BCE et Banque de France

En France, le taux de croissance annuel des dépôts à vue des résidents a baissé (5,8 %, après 6,9 % en juin et 4,1 % en mai). Celui des comptes sur livret a à nouveau légèrement fléchi (5,6 %, après 5,8 %) alors que celui des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans a fortement augmenté (59,1 %, après 43,8 %). La croissance des titres d'OPCVM monétaires s'est quelque peu modérée (11,5 %, après 11,8 %).

2|2 L'endettement intérieur total – France

La croissance annuelle de l'endettement intérieur total a continué de se renforcer en juillet (9,0 %, après 8,7 %), sous l'effet de la nouvelle accélération de l'endettement des sociétés non financières qu'a tempérée le ralentissement de celui des administrations publiques et, dans une moindre mesure, des ménages.

Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

	Juillet 2006	Juin 2007	Juillet 2007
Endettement intérieur total	**7,6**	**8,7**	**9,0**
Sociétés non financières	9,0	10,3	11,4
Ménages	11,9	10,7	10,6
Administrations publiques	3,4	5,7	5,2

La progression annuelle des crédits consentis par les institutions financières résidentes aux agents non financiers s'est nettement accentuée du fait de l'accélération des crédits aux sociétés non financières (10,4 %, après 9,4 %) et aux administrations publiques (9,3 %, après 8,4 %) alors que les crédits aux ménages ont poursuivi leur décélération graduelle (10,6 %, après 10,7 %). Le taux de croissance des crédits obtenus auprès des non-résidents (données estimées) s'est également renforcé.

Endettement intérieur total par source de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

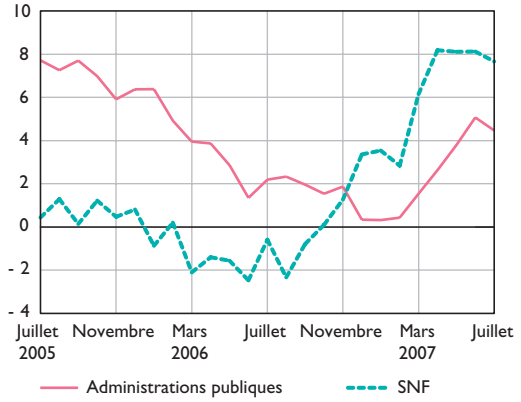
	Juillet 2006	Juin 2007	Juillet 2007
Endettement intérieur total	**7,6**	**8,7**	**9,0**
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	10,9	9,9	10,4
Crédits obtenus auprès des non-résidents	17,3	14,1	16,8
Financements de marché	1,5	5,8	5,2

2|3 L'endettement sur les marchés

L'évolution des financements de marché, en nette reprise tout au long du premier semestre, a marqué un retournement : leur taux de croissance annuel a enregistré un repli sensible. Ce ralentissement a touché aussi bien la dette négociable des administrations publiques (4,5 %, après 5,1 %) que celle des sociétés non financières (7,7 %, après 8,1 %).

Endettement des sociétés non financières et des administrations publiques sur les marchés – France

(taux de croissance annuel en %)



2|4 Les crédits des institutions financières monétaires

En France, le taux de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires a continué d'augmenter en juillet (12,6 %, après 12,0 %) : l'accélération a notamment concerné les crédits aux administrations publiques (9,7 %, après 8,8 %) et les crédits au secteur privé (12,9 %, après 12,3 %).

Le taux de progression annuel des crédits aux ménages (hors institutions sans but lucratif au service des ménages — ISBLM) n'a pas varié, à 10,7 % : le ralentissement des crédits à l'habitat (13,3 %, après 13,8 %) a été compensé par la reprise des crédits de trésorerie (3,7 %, après 2,7 %) et des autres crédits. Le taux de croissance des crédits aux sociétés non financières a nettement augmenté (11,0 %, après 10,0 %) sous l'effet de la forte accélération des crédits de trésorerie (12,3 %, après 11,4 %) et de celle moins prononcée des crédits à l'investissement (9,2 %, après 8,6 %). La croissance des crédits au secteur financier s'est quelque peu modérée (33,8 %, après 35,4 %).

Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Juillet 2006	Juin 2007	Juillet 2007
Crédits des IFM (a)	**11,4**	**12,0**	**12,6**
aux APU	*12,7*	*8,8*	*9,7*
au secteur privé	*11,3*	*12,3*	*12,9*
dont :			
Crédits des EC aux ménages (b)	12,4	10,7	10,7
dont : *Trésorerie*	*8,1*	*2,7*	*3,7*
Habitat	*15,4*	*13,8*	*13,3*
Crédits des EC aux SNF	10,1	10,0	11,0
dont : *Trésorerie*	*12,2*	*11,4*	*12,3*
Investissement	*9,4*	*8,6*	*9,2*
Crédits des EC au secteur financier	15,5	35,4	33,8
dont : *Clientèle financière*	*4,2*	*40,4*	*40,2*
Assurances	*49,9*	*24,6*	*20,2*

(a) Hors crédits FCC
(b) Hors crédits de trésorerie distribués aux ISBLM

2|5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux

Le taux d'intérêt moyen des crédits nouveaux a continué d'augmenter en juillet, de manière un peu plus marquée pour les ménages (5,42 %, après 5,37 %) que pour les sociétés non financières (4,89 %, après 4,86 %).

• Du côté des ménages, alors que le taux des découverts a marqué un repli (10,71 %, après 10,84 %), la hausse des taux est restée plus rapide pour les crédits à l'habitat de PFIT inférieure ou égale à un an (4,46 %, après 4,31 %) et ceux de PFIT supérieure (4,21 %, après 4,12 %), que pour les crédits à la consommation (6,62 %, après 6,55 %).

• Concernant les crédits aux sociétés non financières, le taux moyen des découverts a enregistré une hausse sensible (5,50 %, après 5,31 %) alors que celui des crédits de PFIT supérieure à un an a augmenté modérément (4,74 %, après 4,71 %) et que le taux moyen des crédits de PFIT inférieure à un an, tiré vers le bas par quelques opérations de montant élevé, a nettement fléchi (4,56 %, après 4,79 %).

2|6 Les flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes ont diminué en juillet pour les titres d'OPCVM « monétaires », d'OPCVM « actions », et, dans une moindre mesure, d'OPCVM « diversifiés ». La décollecte s'est poursuivie sur les OPCVM « obligations ».

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur douze mois/encours, en %)

	Décembre 2005	Décembre 2006	Juin 2007	Juillet 2007
OPCVM monétaires	9,0	7,4	10,0	7,9
OPCVM obligations	4,1	- 1,0	- 4,0	- 4,9
OPCVM actions	5,7	6,5	1,8	1,2
OPCVM diversifiés	10,2	26,9	20,4	19,6

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

ENCADRÉ 3

Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en août 2007

Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours à fin août 2007
	Année 2006	Août 2006 à juil. 2007	Sept. 2006 à août 2007	Août 2007	Août 2006 à juil. 2007	Sept. 2006 à août 2007	Août 2007	
Sociétés non financières	- 14,8	- 10,6	- 10,9	- 0,3	3,0	3,0	0,0	57,5
État	14,8	19,5	19,5	0,0	62,1	62,1	0,0	630,5
Autres administrations publiques	- 4,0	- 1,5	- 1,5	0,0	0,2	0,2	0,0	35,6
Institutions financières monétaires	- 1,9	1,0	0,1	- 1,0	11,8	11,7	0,0	117,0
Institutions financières non monétaires	- 2,1	- 2,1	- 2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	19,5
Total	**- 7,9**	**6,3**	**5,1**	**- 1,3**	**77,1**	**77,0**	**0,0**	**860,1**

Le montant des émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois d'août 2007 s'est élevé à 0,02 milliard d'euros, après 5,7 milliards le mois précédent.
Les remboursements nets ont atteint un montant de 1,3 milliard d'euros.
L'Agence France Trésor (AFT) n'ayant procédé à aucune émission au cours du mois d'août, le montant des émissions nouvelles d'OAT par l'AFT reste inférieur de 0,6 milliard au montant émis au cours des huit premiers mois de 2006.

ENCADRÉ 4

Structure et évolution des PEA bancaires au deuxième trimestre 2007

Les données fournies par l'enquête permettent d'apprécier le comportement des titulaires de PEA au cours du deuxième trimestre 2007. Les résultats globaux sont suivis d'une information plus détaillée par grandes catégories d'établissements [1].

Selon les réponses à la dernière enquête trimestrielle menée par la Banque de France auprès des établissements teneurs de comptes, la valeur des titres déposés sur les PEA (plans d'épargne en actions) atteignait, à fin juin 2007, 123,5 milliards d'euros. Son augmentation de 4,1 % par rapport au trimestre précédent (118,5 milliards d'euros) reflète essentiellement celle des cours boursiers.

En effet, au cours du deuxième trimestre 2007 et dans la continuité des quatre trimestres précédents, les détenteurs de PEA ont procédé à des cessions nettes de titres (toutes valeurs confondues) pour environ 1,3 milliard d'euros, soit près de 1,1 % de l'encours à fin mars 2007. Celles-ci se sont élevées à environ 500 millions d'euros pour les actions françaises et européennes et 800 millions pour les titres d'OPCVM. L'encours des comptes espèces associés aux PEA a augmenté pour sa part de 0,9 milliard d'euros pour atteindre 8,2 milliards à fin juin.

Le nombre des PEA s'élevait à 7,082 millions à fin juin, en diminution de 0,5 % par rapport au trimestre précédent et de 2 % sur un an.

La répartition des portefeuilles PEA entre titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » (57,5 %) et actions (42,5 %) n'a quasiment pas varié par rapport au trimestre précédent.

1 *La version intégrale de l'enquête est disponible sur le site de la Banque de France (*http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/comptefi/page5c.htm*).*

3| Les marchés de capitaux

Le mois d'août a été marqué par la défiance qui s'est instaurée sur les marchés vis-à-vis des risques sur les débiteurs immobiliers américains *subprime* et des banques, américaines et européennes, susceptibles d'être impliquées, à la suite notamment de la découverte d'engagements significatifs chez des établissements allemands de taille modeste ; par contagion, la crise de confiance s'est étendue aux instruments financiers de titrisation du crédit. L'accroissement très marqué de l'aversion au risque s'est traduit par un enraiement du marché interbancaire, tandis que les craintes d'un ralentissement plus important que prévu de l'activité économique américaine se renforçaient. Dans ce contexte :

• les taux interbancaires au comptant se sont fortement tendus, mouvement freiné par les injections de liquidités qui ont été rapidement opérées par les banques centrales ;

• les taux monétaires anticipés tirés des *swaps* de taux ont diminué, du fait d'une révision à la baisse des anticipations sur les futurs taux directeurs des principales banques centrales ;

• les rendements obligataires se sont inscrits en retrait ;

• le yen s'est apprécié contre les principales devises ;

• les principales bourses ont connu une volatilité nettement accrue mais, au total, ont fait preuve d'une forte résilience au mois d'août.

3|1 Les marchés de change et de matières premières

En août, la nette remontée de l'aversion au risque, alimentée par les incertitudes quant à l'ampleur des expositions des établissements de crédit vis-à-vis des créances hypothécaires *subprime* américaines, a entraîné une forte augmentation de la volatilité sur le marché de change. Elle s'est principalement illustrée par des prises de profit des investisseurs sur leurs positions de *carry trade*.

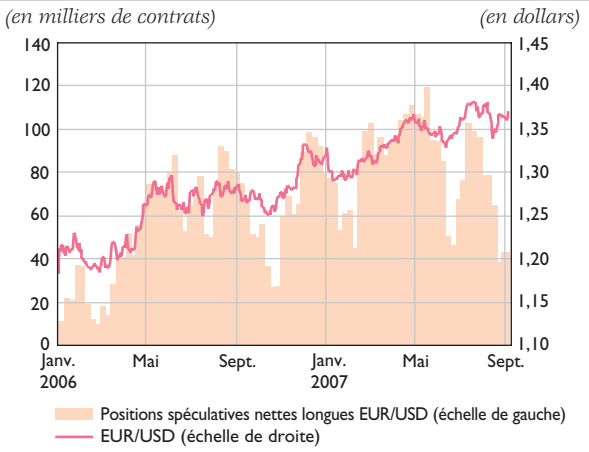
Dans un premier temps, le dollar en a bénéficié, s'appréciant contre les principales devises, à l'exception du yen. Néanmoins, l'accroissement des craintes quant à un ralentissement supplémentaire de l'économie américaine et le renforcement des anticipations de baisses de taux par le Système fédéral de réserve ont par la suite pesé sur la devise américaine.

Au total, l'EUR/USD s'est déprécié de 0,32 % à 1,3628, après avoir touché un point bas de 1,34 le 16 août. Dans le même temps, la volatilité implicite à 1 mois tirée du prix des options de change a progressé de 5,5 % à 6,7 % pour l'EUR/USD, touchant un plus haut à 8,6 % mi-août. Cette situation a favorisé une forte réduction des positions spéculatives nettes longues EUR sur les contrats à terme, signalant l'incertitude des participants de marché quant à l'évolution de la paire de devises.

La tendance du dollar américain contre livre sterling a été similaire. Le GBP/USD s'est déprécié de 0,6 %, à 2,017, touchant un plus bas à 1,978 le 16 août.

Le yen s'est apprécié contre l'ensemble des devises au cours de la période sous revue, bénéficiant de débouclements de positions de *carry trade* réalisés notamment pour compenser les pertes enregistrées sur d'autres segments de marchés. À ce titre, l'USD/JPY a perdu 2,2 %, à 115,76 ; l'EUR/JPY s'est inscrit en retrait de 2,6 %, à 157,75 en fin de

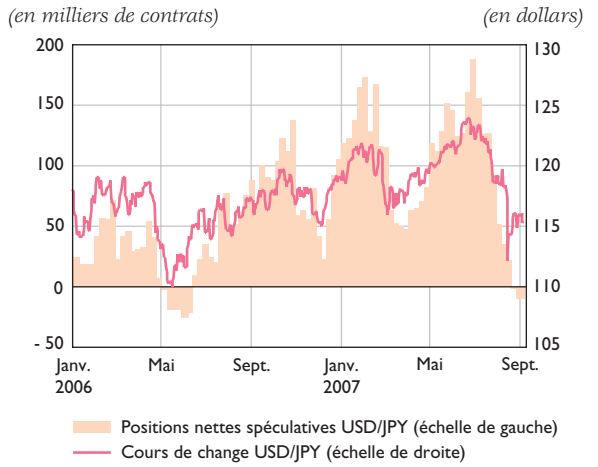
Cours de change de l'euro contre dollar et positions spéculatives nettes rapportées à la CFTC [(a)]



(a) Commodities Futures Trading Commission

NB : Hors mentions spécifiques, les graphiques de la section 3 sont constitués à partir de données extraites des bases Reuter et Bloomberg.

Cours de change du dollar contre yen et positions spéculatives nettes rapportées à la CFTC [a]

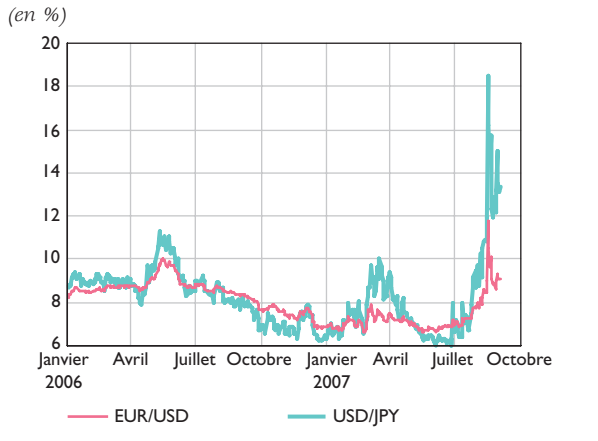


(a) Commodities Futures Trading Commission

période. La volatilité implicite sur ces couples de devises s'est notablement accrue de 8,9 % à 12 % sur l'EUR/JPY à 1 mois, atteignant un maximum de 17,5 % à la mi-août, soit son plus haut niveau depuis janvier 2001.

Dans cet environnement de dénouement des positions de *carry trade*, les devises à fort rendement, tels les dollars australien et néo-zélandais, ont notablement reculé. La baisse a été particulièrement marquée face au yen (AUD/JPY – 6 %, à 95 ou NZD/JPY – 10 %, à 81,1). La dépréciation des devises liées aux matières premières a été de moindre ampleur face au dollar : l'AUD/USD a ainsi perdu 3,9 %, à 0,8176.

Volatilité implicite à 1 mois tirée des options sur EUR/USD et sur USD/JPY



En dépit de ce climat d'accroissement de la volatilité, le cours de l'or n'a que marginalement progressé (+ 1,5 %, à 673 dollars l'once).

Par ailleurs, les craintes d'un ralentissement de l'activité économique américaine et les conditions climatiques favorables dans le Golfe du Mexique ont favorisé une baisse des cours du pétrole : la référence *Brent* a ainsi reculé de presque 6 %, à 72 dollars le baril au 31 août.

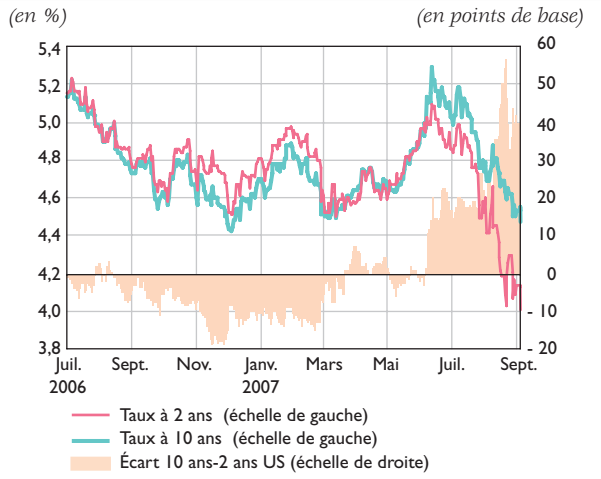
3|2 Les marchés de taux d'intérêt

Les craintes relatives à une exposition des établissements de crédit au risque hypothécaire *subprime* américain et plus généralement à celui lié à la titrisation de créances ont créé un mouvement de fuite vers la qualité et un assèchement de la liquidité interbancaire.

Aux États-Unis, les taux monétaires américains au comptant et à terme ont connu une évolution divergente, sous l'effet, d'une part, de craintes quant à la situation financière des acteurs de marché, et, d'autre part, d'une anticipation du ralentissement supplémentaire de l'économie américaine qui pourrait en découler. Les taux sur le marché interbancaire se sont très fortement tendus (taux à 3 mois + 42 points de base, à 5,73 % en fin de période). Les injections de liquidité opérées par le Système fédéral de réserve, au moyen d'opérations d'*open market* à 14 jours et moins, n'ont pas permis de normaliser la situation. À l'inverse, les taux des bons du Trésor américains se sont fortement détendus (taux du bon du Trésor à 3 mois passant de 4,94 % à 4,11 %) sous l'effet d'achats de précaution de la part des investisseurs. De la même façon, les taux monétaires anticipés dans les prochains mois se sont fortement détendus (taux implicites des contrats eurodollar 3 mois baissant de 16 et 39 points de base pour les maturités décembre 2007 et juin 2008, à respectivement 4,93 % et 4,55 %). À ce titre, fin août, la plupart des participants de marchés anticipaient un taux directeur du Système fédéral de réserve de 4,5 % à l'horizon janvier 2008.

La courbe des rendements obligataires souverains américains s'est pentifiée, les rendements à 2 ans et 10 ans cédant respectivement 42 et 27 points de base, à 4,18 % et à 4,58 %. Au cours du mois d'août, le taux d'intérêt réel et le point mort d'inflation tirés

Taux des emprunts américains à 2 ans et 10 ans



de l'obligation indexée sur l'inflation américaine TIPS 2015 ont reculé de façon homogène, respectivement de 14 points de base, à 2,55 % et de 19 points de base, à 2,03 %.

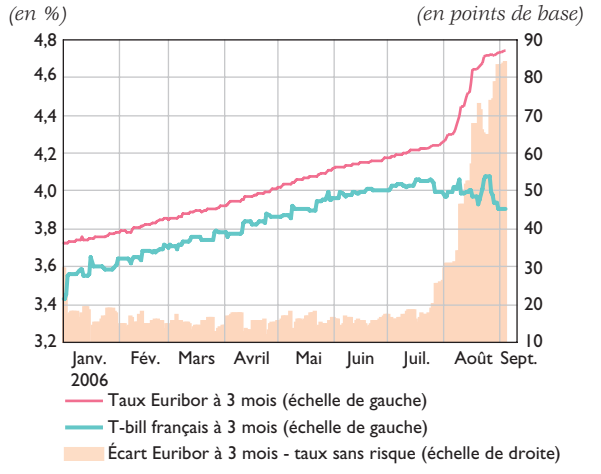
Dans la zone euro, les taux monétaires au comptant et à terme ont également connu une évolution divergente. Les taux au comptant du marché interbancaire se sont fortement tendus, reflétant la défiance entre les acteurs bancaires et leur souhait de conserver une trésorerie disponible (taux Eonia ressortant au maximum à 4,23 % et taux à 3 mois de 4,74 % fin août). À l'inverse, les taux des bons du Trésor ont baissé dans un contexte de recherche de placements sans risques et liquides (taux du bon du Trésor français à 3 mois – 8 points de base, à 3,90 % fin août) ; de la même façon, les anticipations sur le futur niveau du taux directeur de la Banque centrale européenne (BCE) ont été fortement revues à la baisse (taux implicite du contrat euribor 3 mois de maturité mars 2008 — 15 points de base à 4,38 %), indiquant que les participants de marché privilégiaient dans leur ensemble un *statu quo* de la politique monétaire de la BCE pour les tout prochains mois.

Les injections de liquidité opérées de façon exceptionnelle par la BCE sur des maturités du jour le jour à trois mois ont pu limiter les tensions sur le marché monétaire de la zone euro. La fuite pour la qualité et la liquidité s'est traduite également par une pentification de la courbe des rendements obligataires de la zone euro, les rendements à 2 ans et à 10 ans français ayant baissé de respectivement 26 points de base, à 4,08 % et de 10 points de base, à 4,33 %. Ce recul a été entièrement imputable à la composante réelle des rendements obligataires, le point-mort d'inflation (maturité 2015) restant inchangé, à 2,10 % sur la période.

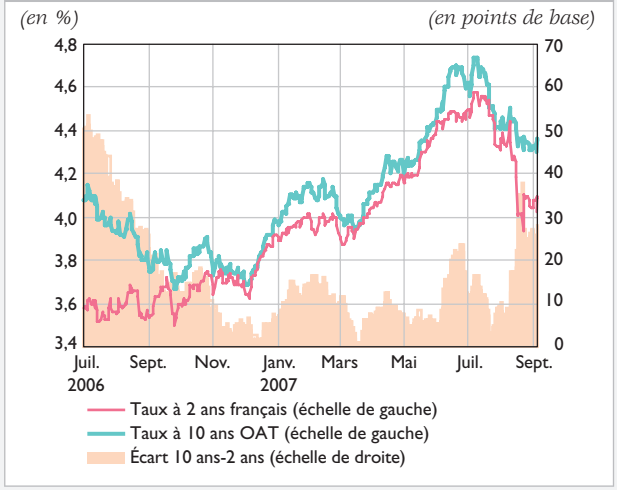
Les taux monétaires et obligataires britanniques et japonais ont connu un comportement identique aux marchés américain et de la zone euro.

Dans le sillage des taux monétaires interbancaires, les écarts entre le taux Libor et le rendement souverain en euro ou en dollar ont fortement augmenté en août : le *swap spread* euro à 5 ans s'est élargi de 36 à 43 points de base ; l'élargissement a été moindre aux États-Unis (de 5 points de base sur une maturité 5 ans) mais il est resté sensiblement supérieur, à 72 points de base. Illustrant également une remontée de l'aversion pour le risque, un élargissement des écarts

Écart Euribor à 3 mois/taux sans risque



Taux des emprunts français à 2 ans et 10 ans



de rendement entre émetteurs privés et émetteurs publics est intervenu aux États-Unis comme en zone euro (pour les émetteurs *corporate* BBB+ 11 et 17 points de base aux États-Unis et en zone euro pour atteindre respectivement 171 et 119 points de base en fin de période). Les rendements des émetteurs souverains émergents ne se sont *a contrario* que peu écartés de ceux des obligations souveraines américaines (+ 3 points de base, de 224 à 227 points de base).

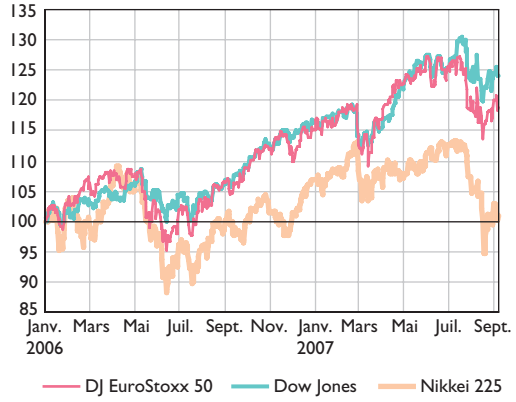
3|3 Les marchés boursiers

Les principaux indices boursiers ont connu de fortes fluctuations en août, mais ont, au total, montré une forte résilience face aux turbulences des marchés. Après des baisses brutales jusqu'à mi-août, les marchés boursiers ont ensuite rebondi, soutenus par les résultats financiers toujours bien orientés des entreprises. L'ensemble des principaux indices sont parvenus à progresser sur la période sous revue, à l'exception néanmoins du Nikkei.

Partout, les valeurs bancaires ont poursuivi leur mouvement de baisse, tout comme les sociétés immobilières. Les compagnies pétrolières se sont également inscrites en recul, pénalisées par la baisse des prix du pétrole sur la période, dans un contexte

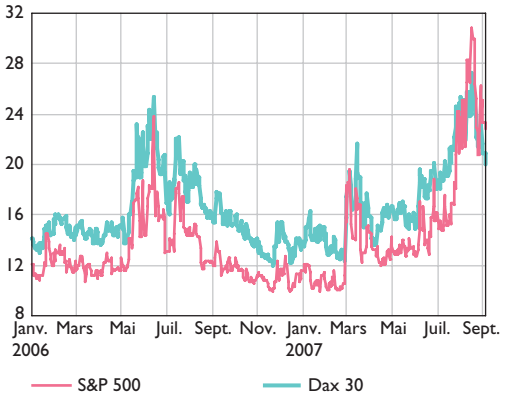
Performances des bourses en zone euro, aux États-Unis et au Japon

(en %, base 100 = 1er janvier 2006)



Volatilité implicite des indices DAX et S&P 500

(en %)



d'inquiétudes quant à l'impact de la crise financière sur les perspectives de croissance mondiale. En revanche, les valeurs technologiques et de télécoms ont connu des progressions marquées en août.

Les bourses japonaises se sont inscrites en repli en août, les actions des banques et des sociétés financières ayant baissé et les sociétés exportatrices nippones ayant été pénalisées par l'appréciation du yen contre les principales devises.

Signe de la bonne tenue des indices boursiers, la volatilité de l'indice boursier allemand DAX a reflué de 25,4 % le 1er août à 20,9 % le 31 août, alors que celle de l'indice S&P 500 est restée stable à 23,4 %.

Indices boursiers

(variation en %)

	Niveau au 31 août 2007	Variation par rapport au 1er août	Variation par rapport au 3 janvier
CAC 40	5 662,7	+ 0,1	0,9
DAX	7 638,2	+ 2,2	14,1
DJ EuroStoxx 50	4 294,6	+ 1,4	2,5
FTSE	6 303,3	+ 0,8	– 0,2
Nasdaq	2 596,4	+ 1,7	7,1
Dow Jones	13 357,7	+ 0,0	7,1
Nikkei	16 569,1	– 1,8	– 3,8

ÉTUDES

L'accès des PME aux financements bancaires 21
Daniel GABRIELLI
Direction des Études et Statistiques monétaires

Dix années de dynamique financière des PME en France 31
Jean-Luc CAYSSIALS, Élisabeth KREMP, Christophe PETER
Direction des Entreprises

La situation économique des PME depuis 1997 en Allemagne 49
Deutsche Bundesbank

Mieux connaître les petites et moyennes entreprises 65
Henry SAVAJOL
Direction des Études, OSEO

Contribution des PME à la croissance – Revue de la littérature 77
Delphine IRAC
Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision

Déterminants du niveau d'innovation dans les PME 87
Christophe CAHN, Delphine IRAC
Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision
Philippe ASKENAZY
École d'économie de Paris, Cepremap et Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision

Les PME et l'accès aux marchés de capitaux en France : un état des lieux 95
Yves MANSION, Anne DEMARTINI, Samia MEKIOUS
Autorité des Marchés financiers

Le financement des PME et la réforme de Bâle II 105
Valérie GOLITIN
Secrétariat général de la Commission bancaire

NOTES THÉMATIQUES

1 Private equity *115*
2 *Financement des PME et normes comptables* *119*

L'accès des PME aux financements bancaires

Daniel GABRIELLI
Direction des Études et Statistiques monétaires

L'importance stratégique des petites et moyennes entreprises (PME) pour l'économie du pays, que ce soit en termes d'emploi, d'innovation ou de contribution aux exportations, amène à porter une attention particulière aux conditions dans lesquelles s'opère le financement de leur création et de leur développement. La spécificité de ces entreprises (taille, actionnariat, surface financière...) limite en effet a priori *leur accès aux marchés financiers et les rend plus dépendantes du financement bancaire que les grandes entreprises.*

D'après les données statistiques dont dispose la Banque de France, les conditions d'accès des PME au crédit se sont plutôt améliorées ces dernières années. De nombreuses initiatives publiques et privées ont en effet été prises en vue de faciliter l'accès des PME au crédit et de l'élargir à de nouveaux produits. En outre, le coût du crédit est resté relativement bas et, en moyenne, moins élevé pour les entreprises françaises que pour leurs homologues de la zone euro. Aussi bien, depuis 2004, les crédits nouveaux consentis aux PME françaises ont enregistré une reprise et crû à un rythme plus rapide que dans le reste de la zone euro, les entreprises ayant de surcroît bénéficié d'un sensible assouplissement de la politique d'offre des établissements prêteurs. Des handicaps persistent néanmoins (taux sur les découverts en moyenne très supérieur à celui appliqué aux grandes entreprises, difficultés propres à certains secteurs) dans un contexte financier devenu moins accommodant sur la période récente.

Mots-clés : Coût du crédit, taux d'intérêt bancaires, taux débiteurs, usure, PME, entrepreneurs individuels, risque de crédit, risque de défaut, conditions de financement, financement des entreprises, distribution du crédit, capital-investissement, notation, cotation, FIBEN, évaluation des entreprises, exigences de fonds propres

Codes JEL : E43, G21, G28, G32, G38

1| Les PME bénéficient depuis quelques années d'un environnement financier relativement favorable

1|1 Un ensemble de mesures prises par les pouvoirs publics et la profession bancaire pour favoriser l'accès des PME aux financements externes

Les pouvoirs publics ont pris ces dernières années une série de mesures favorables au financement des PME. Le renforcement des fonds propres de ces entreprises a fait l'objet de différentes initiatives prises souvent en partenariat avec les organismes de financement [1]. Dans le même temps, le marché du capital-risque et du capital-investissement s'est développé [2], venant compléter la palette des instruments de financement à la disposition des PME tout en leur permettant de bénéficier d'un véritable accompagnement depuis leur création jusqu'à leur accès au marché boursier.

S'agissant des crédits, les pouvoirs publics ont supprimé le taux de l'usure en 2003 pour les sociétés et en 2005 pour les entreprises individuelles afin de rendre plus aisé l'accès au crédit des emprunteurs à plus fort risque. La fusion de la Banque du développement des PME (BDPME) et de l'Agence nationale de valorisation de la recherche (ANVAR), aboutissant à la création d'OSEO, a été réalisée pour faciliter la mobilisation des financements sur les projets d'entreprises.

En ligne avec les orientations des pouvoirs publics, les établissements de crédit ont, pour leur part, renforcé leur effort de transparence en mettant par exemple en place, à l'automne 2006, un code de relations entre les banques et les TPE/PME [3], chacun devant en outre publier deux fois par an, à partir de 2007, des statistiques détaillées sur sa production de crédits aux PME.

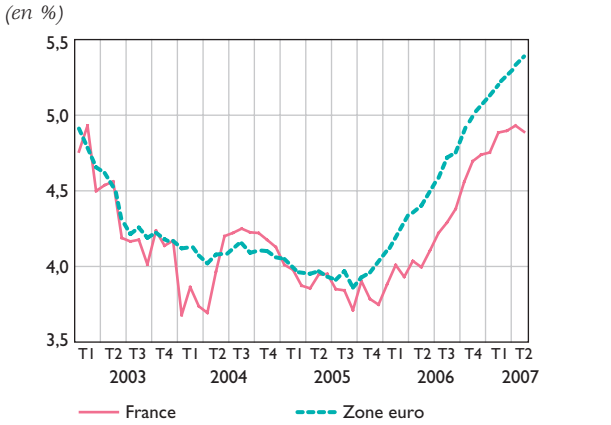
1|2 Un accès au crédit facilité

Quelle que soit la mesure retenue (cf. encadré n°2), il apparaît que les conditions d'accès au financement bancaire se sont effectivement améliorées ces dernières années pour les PME.

Des taux débiteurs relativement bas

Par rapport à leur moyenne de long terme, les conditions bancaires offertes aux PME implantées en France, mesurées par la moyenne des taux débiteurs appliqués sur les crédits d'un montant unitaire inférieur à 1 million d'euros [4] qui représentent une approximation satisfaisante des crédits consentis aux PME [5], sont demeurées relativement basses entre la mi-2003 et la mi-2006. En outre, elles sont restées inférieures, depuis le début 2006, à celles pratiquées dans tous les autres grands pays de la zone euro. L'écart par rapport aux taux moyens observés pour l'ensemble de la zone euro depuis cette date s'établit en moyenne à environ 35 points de base en faveur des PME françaises, contre 17 points pour les prêts d'un montant supérieur à 1 million d'euros.

Graphique 1 Taux d'intérêt sur les contrats de crédits nouveaux d'un montant inférieur à 1 million d'euros



Sources : BCE, Banque de France – DESM ; réalisation : Banque de France

1 *On peut citer, par exemple, l'institution en 2003 des Fonds d'investissement de proximité (FIP), la création en 2005 d'Alternext, compartiment d'Euronext spécifiquement dédié aux PME, la mise en place, en 2006, d'un programme de soutien aux PME à fort potentiel de croissance (« gazelles »), et la création en 2006 du programme France Investissement (Programme de partenariat public-privé de financement en fonds propres des PME, notamment « jeunes pousses » qui devrait permettre d'investir 3 milliards d'euros en 6 ans).*

2 *Le capital-investissement français (toutes entités confondues), qui concerne pour une grande part les PME (près de 80 % des opérations et le quart des apports en capitaux concernent des PME de moins de 250 salariés), se situe au deuxième rang européen derrière la Grande-Bretagne (source :* Rapport *2006 sur l'activité du capital investissement en France, AFIC).*

3 *Document disponible sur le site internet de la Fédération bancaire française :* www.fbf.fr/

4 *Indicateur tiré des statistiques de taux d'intérêt bancaires de l'Eurosystème (cf.* http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/telechar/stat_mone/tibe.pdf)

5 *Cf. le rapprochement opéré entre le montant unitaire des crédits de l'enquête sur le coût du crédit et la taille des entreprises bénéficiaires extraite des informations de la base de données sur les entreprises de la Banque de France (FIBEN) dans : « Le coût du crédit aux entreprises », Edmond (F.),* Bulletin *de la Banque de France n° 148, avril 2006*

ENCADRÉ 1

Principaux constats du Rapport au Parlement *sur les effets de la suppression du taux de l'usure sur le financement des PME* [1]

La loi n° 2005-882 du 2 août 2005 a chargé la Banque de France de remettre au Parlement à fin 2006 un rapport dressant le bilan des effets sur le financement des petites et moyennes entreprises de la libéralisation du régime de l'usure pour ce qui concerne les crédits aux entreprises.

S'inscrivant dans une tradition historique de prudence vis-à-vis du prêt à intérêt, le législateur avait voulu s'assurer que les taux débiteurs appliqués par les établissements de crédit aux prêts qu'ils octroient ne seraient pas fixés à des niveaux abusifs. Cette réglementation a instauré un mécanisme de plafonnement des taux des crédits aux particuliers, jugés davantage susceptibles d'être frappés d'un taux « usuraire », puis a été étendue aux crédits aux entreprises.

Ce mécanisme a fait ensuite l'objet d'un assouplissement en faveur des entreprises. La loi pour l'initiative économique n° 2003-721 du 1er août 2003 a ainsi exclu du champ de la réglementation de l'usure la quasi-totalité des crédits aux sociétés, puis la loi n° 2005-882 du 2 août 2005 la plupart des crédits consentis aux personnes physiques exerçant une activité marchande. Seuls les découverts en compte consentis à ces deux catégories d'emprunteurs demeurent soumis aux sanctions civiles de l'usure.

En effet, le dispositif de l'usure semble avoir joué un rôle contraignant et significatif sur l'offre de crédit en direction notamment des entrepreneurs individuels. Lorsqu'il couvrait l'ensemble des crédits consentis aux entreprises, il présentait différents inconvénients :

• il tendait à exclure des entreprises, qui certes présentaient pour le prêteur un risque élevé par rapport à la moyenne de sa clientèle, mais étaient pourtant capables d'assumer la charge financière d'un crédit plus lourdement tarifé ;

• il incitait le plus souvent banques et PME à mettre en place des solutions palliatives (financements alternatifs non réglementés, demandes de garanties supplémentaires, mutualisation des risques et péréquations tarifaires au sein du portefeuille PME-TPE...) qui pouvaient se révéler onéreuses ou moins bien adaptées aux besoins des emprunteurs.

À l'inverse, l'analyse des effets de la déréglementation de l'usure montre qu'elle a eu plusieurs conséquences favorables :

• elle a facilité l'accès au crédit des PME, et plus particulièrement des très petites entreprises et des unités de création récente, ce dont témoigne l'évolution du nombre de crédits consentis comme des montants octroyés ;

• elle a conduit prêteurs et emprunteurs à délaisser les solutions palliatives précédemment utilisées pour revenir aux crédits traditionnels ;

• elle a favorisé l'élargissement de l'accès des entreprises au crédit sans pour autant accroître, comme cela pouvait parfois être craint, le risque de défaut supporté par les banques, dans un contexte, il est vrai, où la demande de crédit des entreprises a été tempérée par un recours accru à l'autofinancement ;

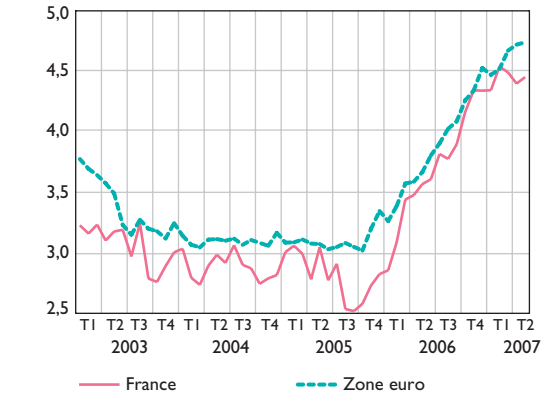
• elle a permis aux établissements de crédit de mieux sélectionner les emprunteurs et de tarifer leurs crédits en prenant mieux en compte le coût marginal du risque ; en outre, la réforme n'a pas fait augmenter significativement le taux de défaut des PME les plus risquées.

Au total, on peut considérer que la suppression de l'essentiel des dispositions du régime de l'usure concernant les prêts aux entreprises a exercé une incidence globalement favorable sur le financement des PME et qu'elle n'a pas produit les effets pervers qu'on pouvait craindre. Les efforts entrepris depuis quelques années pour améliorer les conditions de concurrence sur le marché du crédit ont sans doute contribué à ce résultat que la mise en œuvre de la réforme de Bâle II devrait conforter, en incitant les établissements prêteurs à recourir davantage à la notation interne pour la mesure du risque pris sur les entreprises.

1 *Extraits du résumé du* Rapport au Parlement *(2006)* (http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/telechar/stat_mone/rapport_bdf_28_12_2006.pdf)

Graphique 2 Taux d'intérêt sur les contrats de crédits nouveaux d'un montant supérieur à 1 million d'euros

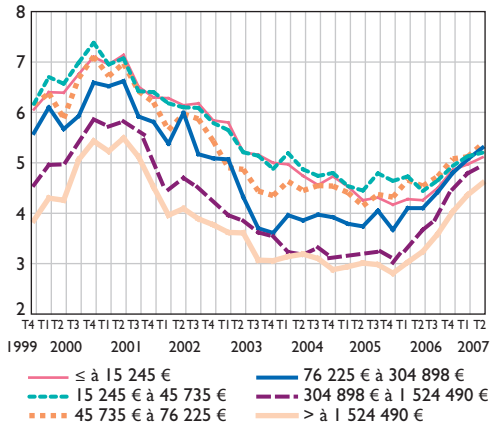
(en %)



Sources : BCE, Banque de France – DESM ; réalisation : Banque de France

Graphique 3 Taux des crédits nouveaux à court terme

(en %)



Source : Banque de France – DESM (Enquête sur le coût du crédit aux entreprises)

Certes, le coût du crédit facturé aux PME est, en règle générale, supérieur à celui appliqué aux grandes entreprises : cette situation tient à la fois au fait que la plupart d'entre elles n'ont pas la possibilité d'accéder à un financement direct sur les marchés de capitaux et qu'elles supportent des primes de risque supérieures à celles des grandes entreprises. Les graphiques ci-dessus montrent cependant que l'écart des taux entre PME et grandes entreprises tend à se réduire dans la période récente, de manière un peu plus marquée en France que dans le reste de la zone euro.

Les données d'enquête plus détaillées disponibles sur la situation française [6] confirment cette évolution. Depuis deux ans, l'écart entre les conditions de financement entre PME et grandes entreprises, qui peut être approximé par la différence entre les taux pratiqués pour les crédits de petits montants hors crédit-bail (crédits d'un montant inférieur à 76 000 euros) et ceux d'un montant supérieur à 1,5 million d'euros, tend ainsi à diminuer pour les crédits à court, moyen et long termes ainsi que pour l'escompte.

Pour les crédits à court terme, cet écart, qui s'élevait jusqu'à 220 points de base à la fin des années quatre-vingt-dix, est revenu à 56 points de base en moyenne au premier semestre 2007. L'écart sur les crédits à moyen terme, qui s'établissait à environ 90 points de base à la fin des années quatre-vingt-dix, a ensuite fluctué pour atteindre un nouveau point haut en septembre 2004 (88 points de base), avant de se réduire et finalement disparaître au premier semestre 2007.

Des conditions d'octroi du crédit par les organismes prêteurs assouplies puis stabilisées

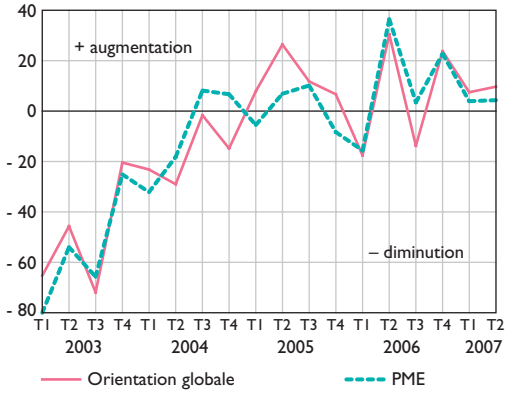
Les résultats de l'enquête trimestrielle de la Banque de France auprès des banques sur la distribution du crédit ("*Bank Lending Survey*") font ressortir que, face à une demande de crédit plus dynamique, les critères d'attribution de crédits ou de lignes de crédit ont été sensiblement assouplis entre 2004 et 2005 et n'ont plus connu de modifications depuis lors.

Orientée à la baisse entre 2001 et 2003, sur fond de perspectives économiques générales et sectorielles jugées défavorables par les banques, la demande de crédits nouveaux des entreprises, et en particulier des PME, s'est progressivement redressée avant de marquer une assez franche reprise à partir de la mi-2004.

6 *Enquête trimestrielle sur le coût du crédit aux entreprises. Cf. résultats dans « Le coût du crédit aux entreprises »,* Bulletin *de la Banque de France n° 163, juillet 2007*

Graphique 4 Demande de crédits des entreprises

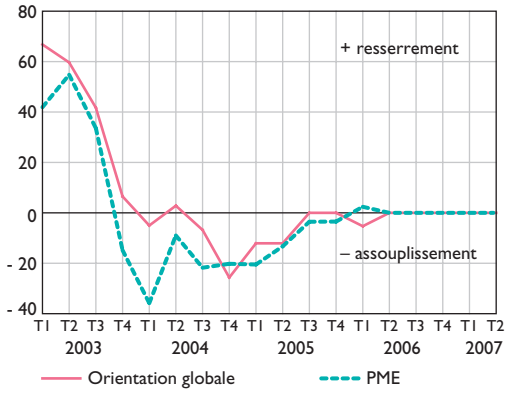
(solde des réponses en %)



Source : Banque de France – DESM (Enquête sur la distribution du crédit bancaire en France)

Graphique 5 Critères d'octroi du crédit aux entreprises

(solde des réponses en %)



Source : Banque de France – DESM (Enquête sur la distribution du crédit bancaire en France)

ENCADRÉ 2

Les sources de données sur le crédit aux PME

Différentes sources permettent d'apprécier l'évolution des crédits aux PME et de leur tarification.

• *Les encours de crédit aux PME sont issus des informations sur les crédits consentis aux entreprises (crédits à court, moyen et long termes, crédit-bail) collectées par le service central des Risques de la Banque de France pour le compte de l'ensemble de la profession bancaire [1]. Ces concours bancaires, déclarés mensuellement par les établissements de crédit membres de l'AFECEI, sont recensés avec un seuil minimum de déclaration qui était fixé à 76 000 euros jusqu'en 2005 puis a été abaissé à 25 000 euros à partir de janvier 2006 (pour une présentation de cette centralisation :* Bulletin mensuel *de la Banque de France, août 2006).*

• *Des statistiques de taux d'intérêt bancaires, harmonisées au niveau de la zone euro [2], sont collectées mensuellement par les banques centrales nationales (BCN) de l'Eurosystème auprès des établissements de crédit depuis janvier 2003 et sont publiées mensuellement par la BCE et par les BCN. Ces statistiques portent, d'une part, sur les contrats nouveaux (taux d'intérêt et montants) et, d'autre part, sur les taux d'intérêt sur les encours. Au sein de celles-ci, les taux d'intérêt appliqués aux crédits nouveaux consentis aux sociétés non financières d'un montant inférieur à 1 million d'euros représentent une bonne approximation du coût des crédits consentis aux PME.*

Il existe également des statistiques trimestrielles de coût du crédit sur les contrats de crédit nouveaux aux entreprises, spécifiques à la France (publiées dans le Bulletin *de la Banque de France), dont le périmètre est proche [2]. Collectées crédit par crédit auprès du même échantillon (établissements de crédit, guichets) que celui utilisé pour les statistiques de contrats nouveaux présentées ci-dessus, elles permettent de vérifier les estimations mensuelles et de procéder à des ventilations plus fines, par exemple par tranches de montants.*

• *Différentes enquêtes sont menées régulièrement auprès des établissements de crédit ou des entreprises elles-mêmes. Parmi celles-ci, l'enquête trimestrielle auprès des banques sur la distribution du crédit ("*Bank lending survey*" ou BLS), qui concerne les crédits aux entreprises et aux ménages, permet de retracer les évolutions depuis fin 2002 de l'offre et de la demande de crédit et identifie le segment de la clientèle des PME. Cette enquête, harmonisée au sein de l'Eurosystème, est conduite par la Banque de France auprès d'un échantillon de 15 réseaux bancaires de différentes tailles.*

1 *Les statistiques monétaires harmonisées au niveau de la zone euro ne distinguent pas les crédits aux sociétés non financières en fonction de la taille de l'entreprise. En ce qui concerne la France, les prêts aux entrepreneurs individuels peuvent être isolés, au sein de la catégorie « ménages » de la comptabilité nationale.*
2 *Cf. note de méthode sur les « Statistiques de taux d'intérêt bancaire de l'Eurosystème » sur le site de la Banque de France*

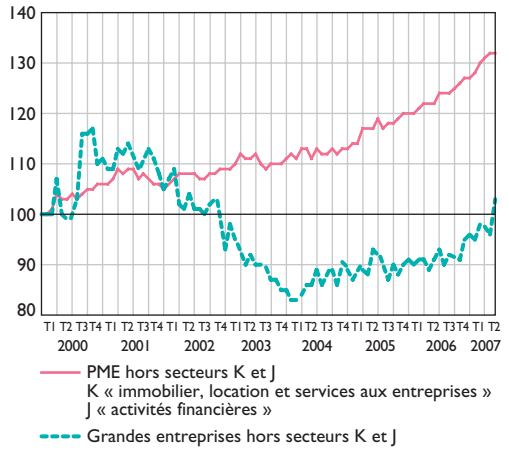
La tendance au resserrement des critères d'octroi de crédit, qui prévalait en 2003 et concernait l'ensemble des entreprises y compris les PME, s'est progressivement estompée pour laisser place, dès le début de 2004, à un assouplissement pour les crédits aux PME et, à compter du troisième trimestre 2004, pour les crédits à l'ensemble des entreprises. Depuis la mi-2005, les banques déclarent n'avoir pas modifié leurs conditions d'octroi.

Une croissance régulière des concours aux PME

Selon les statistiques établies par la Centrale des risques de la Banque de France [7], les encours de crédits bancaires consentis aux PME s'inscrivent depuis le début de 2005 en progression modérée mais régulière, alors que ceux des crédits aux grandes entreprises, après leur forte contraction entre 2002 et 2004, ont pratiquement stagné jusqu'à la fin de 2006 et n'ont enregistré une reprise qu'à compter du début de 2007. Ce constat reflète notamment le fait que les grandes entreprises recourent plus facilement aux financements de marché mais dénote aussi un engagement régulier et durable des établissements de crédit dans le financement des PME.

Graphique 6 Évolution indicée de l'encours global des crédits – Banques AFECEI

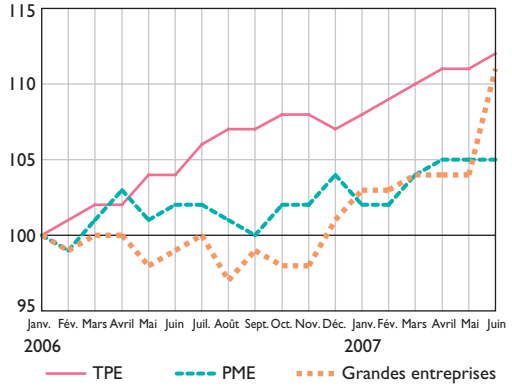
(base 100 = janvier 2000, en %)



Note : Sont exclues ici du périmètre des emprunteurs les sociétés holdings, *les sociétés du secteur « activités financières et immobilières » ainsi que celles des secteurs « activités financières », « administration publique » et « administration d'entreprises ».*
Source : Banque de France – direction des Entreprises

Graphique 7 Évolution indicée des crédits mobilisés après la réforme des risques de 2006

(base 100 = janvier 2006, en %)



Source : Banque de France – direction des Entreprises

L'observation des données, après l'abaissement du seuil de déclaration au Fichier central des Risques à 25 000 euros [8], qui permet un meilleur recensement des crédits de petit montant, confirme le relatif dynamisme de la distribution des crédits bancaires aux TPE, et dans une moindre mesure aux autres PME, sur la période récente.

La plus grande facilité d'accès au crédit a conduit les PME à accroître la part de l'endettement dans le financement de leurs investissements par rapport à celle de l'autofinancement (cette dernière tombant, d'après les enquêtes de conjoncture d'OSEO [9], de 47 % en mai 2006 à 44 % en novembre 2006 et à 37 % en mai 2007). Ce mouvement s'est également opéré en substitution de financements tels que l'affacturage, la location longue durée ou la location avec option d'achat [10].

De fait, les facteurs financiers jouent actuellement un rôle plutôt mineur parmi les obstacles à l'investissement. Selon l'enquête précitée, en mai 2007, l'importance de l'endettement se situe seulement au cinquième rang des obstacles mentionnés par les dirigeants de PME (avec 27 % des réponses, à comparer avec 54 % pour l'insuffisance de la demande) et le coût du crédit au sixième rang (avec 22 % des réponses), les contraintes de fonds propres se situant pour leur part au quatrième rang (avec 40 % des réponses).

7 *Dans ce recensement, les PME sont définies comme des entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 50 millions d'euros (définition analogue à celle retenue dans l'accord de Bâle II) et, au sein de celles-ci, les très petites entreprises (TPE) comme les entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 1,5 million d'euros.*

8 *La réforme des risques (abaissement du seuil de déclaration à 25 000 euros et affinement des rubriques) est opérationnelle depuis la centralisation de janvier 2006 ; elle a permis de doubler le nombre des bénéficiaires de crédit recensés, et plus précisément de mieux couvrir le compartiment des TPE.*

9 *Source : « La conjoncture des PME », enquête semestrielle, janvier et juillet 2007, OSEO*

10 *Cf. « Les incidences de la réforme de l'usure sur les modalités de financement des PME »,* Rapport *précité*

2| Des handicaps qui persistent néanmoins dans un contexte financier devenu moins accommodant sur la période récente

2|1 Des handicaps persistants pour les PME

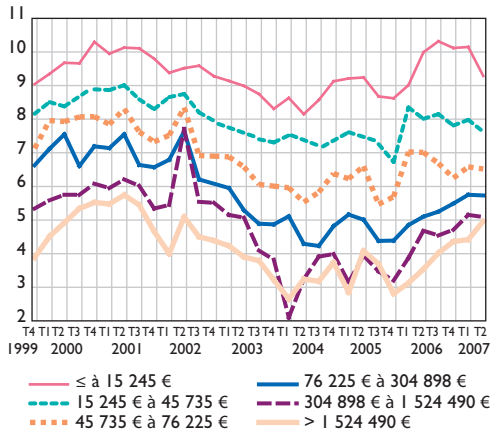
Un taux pratiqué sur les découverts qui reste en moyenne très supérieur à celui appliqué aux grandes entreprises

Si, comme il a été vu plus haut, l'écart entre les taux d'intérêt débiteurs consentis aux PME et aux grandes entreprises s'est sensiblement réduit sur la période récente, cette diminution n'a cependant pas concerné les découverts.

En effet, l'écart entre les taux sur les découverts consentis aux PME et aux grandes entreprises [11] n'a que faiblement diminué en moyenne entre la période 2001-2006 et le premier semestre 2007 (– 0,17 point)

Graphique 8 Taux des découverts

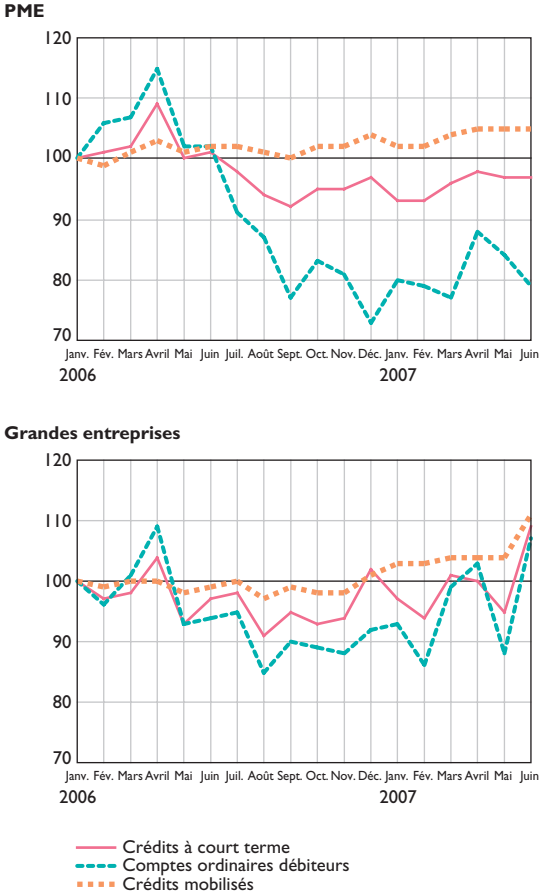
(en %)



Source : Banque de France – DESM (Enquête sur le coût du crédit aux entreprises)

Graphique 9 Évolution indicée des crédits à court terme, des comptes ordinaires débiteurs et crédits mobilisés après la réforme des risques de 2006

(base 100 = janvier 2006, en %)



Source : Banque de France – direction des Entreprises

alors qu'il s'est réduit dans le même temps de 0,50 point pour l'escompte, de 0,65 point pour les crédits à moyen et long termes et de 1,13 point pour les autres crédits à court terme. Or cet écart sur les découverts est relativement important au regard de ceux observés pour les autres catégories de crédit : il atteint en moyenne au premier semestre 2007 (exprimé respectivement en valeur absolue [12] et en valeur relative) 5,03 points (107,3 %), contre 1,22 point pour l'escompte (25,2 %), 0,56 point pour les autres crédits à court terme (25,3 %) et – 0,08 point pour les crédits à moyen et long termes (– 1,7 %).

11 *Mesuré comme plus haut par la différence entre les taux appliqués aux concours (hors crédit-bail) de petit montant (montant inférieur à 76 000 euros) et ceux d'un montant supérieur à 1,5 million d'euros.*

12 *Indicateur égal à la différence précitée divisée par le taux d'intérêt pratiqué sur les crédits aux grandes entreprises (supérieurs à 1 524 490 euros)*

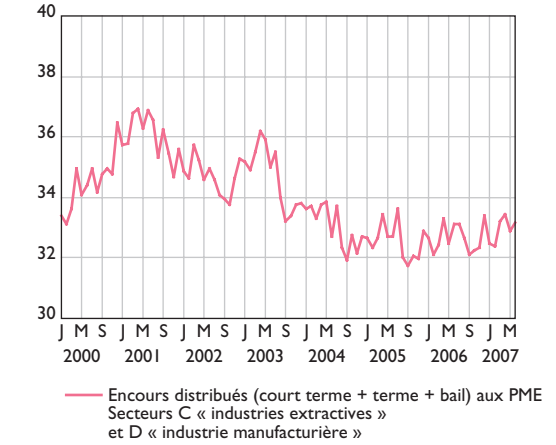
Le découvert, qui permet aux entreprises d'ajuster en permanence le volume de leur endettement bancaire, est en effet un mode de financement relativement coûteux en raison des risques auxquels il expose les établissements de crédit en l'absence de garanties spécifiques. On observe que sur la période récente (janvier 2006-juin 2007), les PME y ont de fait moins recouru que les grandes entreprises. Il est donc important que les PME optimisent leur recours à ce mode de financement et que la communication financière entre banques et PME sur ce sujet ne laisse aucune zone d'ombre ni sur les conditions du crédit ni sur le profil de risque des emprunteurs. La mise en place d'offres bancaires complémentaires permettant de gérer de manière plus sécurisée les aléas de trésorerie des PME pourrait par ailleurs faire l'objet d'une réflexion de place.

Des handicaps propres à certains secteurs

Les grandes tendances décrites précédemment masquent de fortes disparités selon les secteurs d'activité. Ainsi, les concours aux entreprises des industries extractives et de l'industrie manufacturière stagnent depuis la mi-2003 à des niveaux inférieurs à ceux observés au cours des trois années précédentes. Ce constat doit être cependant tempéré compte tenu du fait qu'aucune information ne permet de faire la part, au niveau sectoriel, de ce qui relève des dynamiques respectives de la demande et de l'offre de crédit. L'analyse des structures de financement et des comportements d'investissement tirée des études annuelles de la Banque de France [13] tend en effet à montrer que les entreprises de certains secteurs, quelle que soit leur taille, dégagent actuellement des capacités de financement qu'elles préfèrent consacrer à se désendetter plutôt qu'à financer des investissements.

Graphique 10 Encours de crédits à l'industrie manufacturière – Établissements de crédit AFECEI

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France – direction des Entreprises

2|2 Des conditions financières moins favorables depuis la fin 2005

Des taux d'intérêt en hausse

Depuis la fin 2005, les établissements de crédit, dont le coût des ressources s'est accru en raison de la hausse des taux d'intérêt de marché à court et à long termes, ont relevé leurs conditions débitrices. Les taux débiteurs appliqués aux crédits aux PME (approximés par la moyenne des taux appliqués aux crédits nouveaux d'un montant inférieur à 1 million d'euros) ont augmenté de 0,9 point de pourcentage entre 2005 et 2007 [14] alors que dans le même temps le taux d'inflation en France restait stable ou diminuait. Toutefois ce renchérissement du crédit a été moins prononcé que pour les grandes entreprises (cf. *supra*) tout en restant relativement limité par rapport à celui observé pour la zone euro prise dans son ensemble (+ 1,3 point entre 2005 et 2007). Au demeurant, l'enquête de juillet d'OSEO [15] montre que les conditions débitrices ne sont pas considérées comme un obstacle significatif à l'investissement : elles ne sont citées en tant que telles que par 22 % des entrepreneurs, contre par exemple 54 % d'entre eux pour la demande ou 48 % pour la rentabilité des projets, même si elles jouent davantage un rôle de frein que par le passé (ce facteur n'était cité que par 16 % des entrepreneurs lors des enquêtes de mai 2007 et novembre 2006).

Des flux de crédits nouveaux en diminution

Les flux de crédits nouveaux (cumulés sur douze mois) d'un montant inférieur à 1 million d'euros tendent à se réduire depuis la fin 2006, alors qu'ils étaient en progression continue depuis la mi-2005.

13 *Cf. l'article « Dix années de dynamique financière des PME en France », Cayssials (J.L.), Kremp (É.) et Peter (C.), dans le présent* Bulletin
14 *Écart entre le taux moyen des six premiers mois de 2007 et de l'année 2005*
15 *« La conjoncture des petites et moyennes entreprises », OSEO, juillet 2007*

ENCADRÉ 3

Principes d'action de l'OCDE concernant le financement des PME et de l'entrepreneuriat [1]

• Concentrer l'aide au stade de l'amorçage tout en préservant la flexibilité par le biais d'un large éventail d'instruments financiers : prêts adossés à des actifs, location-bail, prêts du secteur non financier, titrisation de créances, crédit commercial... ;

• Adapter le principe du partage des risques et effectuer des évaluations pour orienter les programmes publics ;

• Faire connaître aux PME, par des programmes ciblés (adaptés aux disparités régionales, sectorielles et culturelles), les options de financement disponibles ;

• Favoriser les outils de financement du développement local (pépinières d'entreprises, grappes innovantes de PME, parcs scientifiques et technologiques, agences de développement) en mettant en place des stimulations financières adaptées ;

• Multiplier les outils adaptés à des besoins précis ;

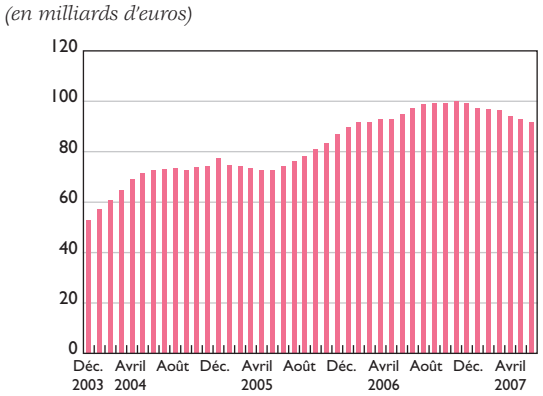
• Améliorer la gestion et les connaissances financières de PME (gestion bancaire des dossiers de prêts aux PME, création d'agences privées d'évaluation du crédit...) ;

• Renforcer les fonds de garantie et utiliser les fonds publics connexes ;

• Maintenir les commissions et les dispositifs de garantie à un niveau abordable.

1 Principes adoptés sur le volet du crédit lors de la conférence mondiale de l'OCDE « Mieux financer l'entrepreneuriat et la croissance des PME » (Brasilia – 27-30 mars 2006).

Graphique 11 Crédits nouveaux aux entreprises d'un montant inférieur à 1 million d'euros
Flux cumulés sur douze mois



Source : Banque de France – DESM

Ce constat sur l'évolution des crédits aux PME montre que des progrès significatifs sont intervenus ces dernières années dans le domaine des financements bancaires des PME. Toutefois, compte tenu de la spécificité de ces emprunteurs et des handicaps auxquels ils sont encore confrontés, il incite également à continuer d'œuvrer en vue de faciliter leur accès au crédit. Cet enjeu justifie notamment de poursuivre les actions engagées afin d'améliorer l'information des emprunteurs et de mieux cibler les aides et financements auxquels ils peuvent prétendre, comme le suggère, par exemple, l'OCDE dans une série de principes d'action récemment adoptés par ses membres pour ce qui a trait au financement des PME et de l'entrepreneuriat (cf. encadré n°3).

Il faudra veiller aussi à ce que la diffusion aux comptes des nouvelles normes comptables aux PME, qui aura notamment pour conséquence de valoriser certains postes de leur bilan à leur « juste valeur », s'opère dans les meilleures conditions. L'exposition accrue des comptes des PME aux fluctuations de marché risque en effet d'en rendre plus difficile l'interprétation par les établissements de crédit qui pourraient alors être amenés à leur demander des informations complémentaires, à allonger le délai d'examen de leurs demandes de crédit, voire à compenser cette volatilité apparente accrue en relevant le coût des crédits qu'ils leur consentent [16].

16 Cf. note thématique « Financement des PME et normes comptables », Marchal (S.), dans le présent Bulletin

Dix années de dynamique financière des PME en France

Jean-Luc CAYSSIALS, Élisabeth KREMP, Christophe PETER
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

En France, les petites et moyennes entreprises (PME) améliorent depuis dix ans leur situation financière et se désendettent. Parallèlement, nombre de ces entreprises auparavant indépendantes sont devenues membres d'un groupe. Dans le cadre de stratégies plus élaborées, elles ont plus de capitaux propres et bénéficient, via *leur groupe, d'une gamme plus large de financements et de services bancaires, voire d'un accès aux marchés financiers.*

Le renforcement de la situation financière des petites et moyennes entreprises doit ainsi être apprécié différemment suivant qu'elles sont ou non intégrées dans un groupe :

- *les PME appartenant à un groupe prévalent désormais, en termes tant d'activité économique que d'importance financière ; elles ont des structures financières saines mais, le plus souvent, ne peuvent plus être considérées réellement comme des PME ;*

- *les PME indépendantes ont une situation qui, au fil du temps, s'est rapprochée de celle des PME dans la mouvance d'un groupe ; elles ont restauré leur solvabilité en privilégiant la rentabilité quitte à ajourner certains investissements.*

Certaines entreprises indépendantes ou à la tête d'un petit groupe développent une stratégie intermédiaire. Leur bonne solvabilité facilite les opérations de levée de fonds pour investir et racheter d'autres entreprises, ou être rachetées par un groupe plus important à un prix intéressant.

Cette amélioration générale n'exclut pas l'existence de difficultés ponctuelles, cependant plus concentrées sur les très petites entreprises (TPE) que sur les PME. Elle ne dit rien non plus sur les conditions dans lesquelles cet équilibre financier est atteint, en particulier le rythme de développement qui l'a accompagné.

Mots-clés : PME, PMI, groupe d'entreprises, structure financière, comptes sociaux, financement, taux d'endettement, investissement

Codes JEL : G32, L16, L23

1 | Les modes de financement diffèrent entre PME indépendantes et PME de groupe

En 2006, les PME représentent plus de deux tiers des entreprises du champ couvert par la base FIBEN pour les activités marchandes (hors activités financières et immobilières), soit 14 % du total des bilans et 10 % des dettes financières (cf. encadré 1).

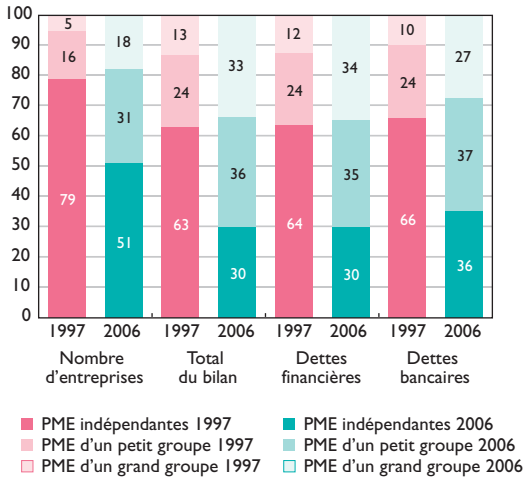
1 | 1 La place des PME indépendantes diminue fortement au profit des structures de groupe

Les entreprises appartiennent de plus en plus à des structures de groupe (cf. tableau 1). Les grandes entreprises sont particulièrement concernées par ce phénomène, mais également les PME.

En 2006, les PME indépendantes ne représentent plus que la moitié des PME en nombre, contre quatre sur cinq en 1997 (cf. graphique 1). Mesuré en termes de total du bilan ou de dettes financières, le poids des PME indépendantes dans l'ensemble des PME a été divisé par plus de deux entre 1997 et 2006 et est de l'ordre d'un tiers. Les deux autres tiers correspondent à parts égales aux PME appartenant à un petit groupe et à celles intégrées dans un grand groupe.

Graphique 1 Évolution du poids des PME indépendantes parmi les PME entre 1997 et 2006 suivant quatre critères

(en %)



Champ : PME hors holdings
Source : Banque de France – base FIBEN

Tableau 1 Évolution entre 1997 et 2006 du poids des catégories d'entreprises suivant quatre critères

(en %)

	Nombre		Total du bilan		Dettes financières		Dettes bancaires	
	1997	2006	1997	2006	1997	2006	1997	2006
Micro-entreprises	**23,7**	**21,5**	**1,4**	**0,9**	**1,4**	**0,9**	**2,2**	**2,1**
Micro indépendantes	21,6	16,1	1,3	0,6	1,2	0,6	2,0	1,5
Micro d'un petit groupe	1,7	4,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,4
Micro d'un grand groupe	0,4	1,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
Petites et moyennes entreprises	**70,0**	**66,4**	**22,2**	**13,9**	**19,0**	**10,1**	**32,7**	**24,6**
PME indépendantes	55,4	34,0	14,0	4,2	12,1	3,0	21,7	8,7
PME d'un petit groupe	11,0	20,8	5,4	5,1	4,5	3,6	7,9	9,1
PME d'un grand groupe	3,6	11,7	2,9	4,7	2,4	3,5	3,2	6,7
Grandes entreprises	**3,4**	**3,6**	**56,2**	**49,8**	**50,9**	**39,1**	**44,3**	**40,4**
GE indépendantes	1,4	0,3	10,1	1,4	9,0	1,2	11,5	1,6
GE d'un petit groupe	0,2	0,2	1,0	0,5	1,0	0,5	1,6	0,8
GE d'un grand groupe	1,8	3,1	45,1	47,9	40,9	37,4	31,2	37,9
Total hors *holdings*	**97,1**	**91,5**	**79,8**	**64,6**	**71,3**	**50,1**	**79,2**	**67,1**
Holdings	**2,9**	**8,5**	**20,2**	**35,4**	**28,7**	**49,9**	**20,8**	**32,9**
Total	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**
Nombres et montants en milliards d'euros	146 237	173 105	1 737	3 665	411	892	160	234

Champ : Entreprises de plus de 0,75 million d'euros de CA ou 0,38 million d'endettement bancaire (cf. encadré 1)
Source : Banque de France, base FIBEN

ENCADRÉ 1

La place des PME – Définitions et sources

La définition d'une PME retenue principalement dans cette étude repose sur trois des critères définis par la Commission européenne : effectifs, chiffre d'affaires (CA) et total du bilan, auxquels la Commission ajoute un critère d'indépendance.

- *Micro-entreprise : moins de 10 salariés avec CA et total du bilan inférieurs à 2 millions d'euros ;*
- ***PME (petite ou moyenne entreprise) : 10 à 249 salariés, avec CA inférieur à 50 millions d'euros et total du bilan de moins de 43 millions ;***
- *Grande entreprise : 250 salariés et plus ou CA supérieur à 50 millions d'euros, ou total du bilan supérieur à 43 millions d'euros ;*
- *Petit groupe : effectifs cumulés inférieurs à 500 salariés, avec CA de moins de 50 millions d'euros et nombre de filiales inférieur à 5 ;*
- *Grand groupe : autres cas.*

Cependant, pour le calcul du poids économique des défaillances et l'exploitation des données de la Centrale des risques, seul le critère de Bâle est retenu : TPE, moins de 1,5 million d'euros de CA, PME, CA compris entre 1,5 million et 50 millions d'euros.

Champ

Ensemble des activités marchandes à l'exclusion des secteurs EA (Agriculture, sylviculture, pêche), EL (Activités financières), EM (Activités immobilières), EQ (Éducation, santé, action sociale) et ER (Administration).

FIBEN (Fichier bancaire des entreprises)

Les données comptables FIBEN sont extraites des comptes sociaux collectés via le réseau de succursales de la Banque de France. Ces firmes représentent un tiers des sociétés imposées au bénéfice industriel et commercial ou au bénéfice réel normal (BIC-BRN). La collecte concerne toutes les entreprises exerçant leur activité sur le territoire français, dont le chiffre d'affaires excède 0,75 million d'euros ou dont l'endettement bancaire dépasse 0,38 million d'euros. Du fait de ce seuil, les micro-entreprises sont largement sous-représentées par rapport au champ BIC-BRN, ce qui explique leur absence du champ de cette étude. Le taux de représentativité des autres catégories d'entreprises, mesuré en nombre d'entreprises par rapport à la base ALISSE de l'INSEE, est de l'ordre de 70 %.

Centrale de bilans

Parmi les entreprises dans FIBEN, les entreprises adhérentes à la Centrale de bilans communiquent, sur la base du volontariat, des informations complémentaires qui permettent de mieux cerner les modes de financement et de déterminer la part provenant du groupe et des associés. Cet échantillon a un bon taux de couverture pour les PME du secteur manufacturier, de l'ordre de 50 % en termes d'effectifs. À la date de l'étude, il reste encore incomplet (6 400 PMI de 20 à 249 salariés), mais permet un éclairage détaillé sur le secteur manufacturier. Cet échantillon est analysé sur la base d'entreprises présentes par périodes successives de deux ans (cf. graphiques 12, 15, 25 et 28).

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. Les entreprises indépendantes sont distinguées de celles appartenant à un groupe, petit ou grand.

Centrale des Risques

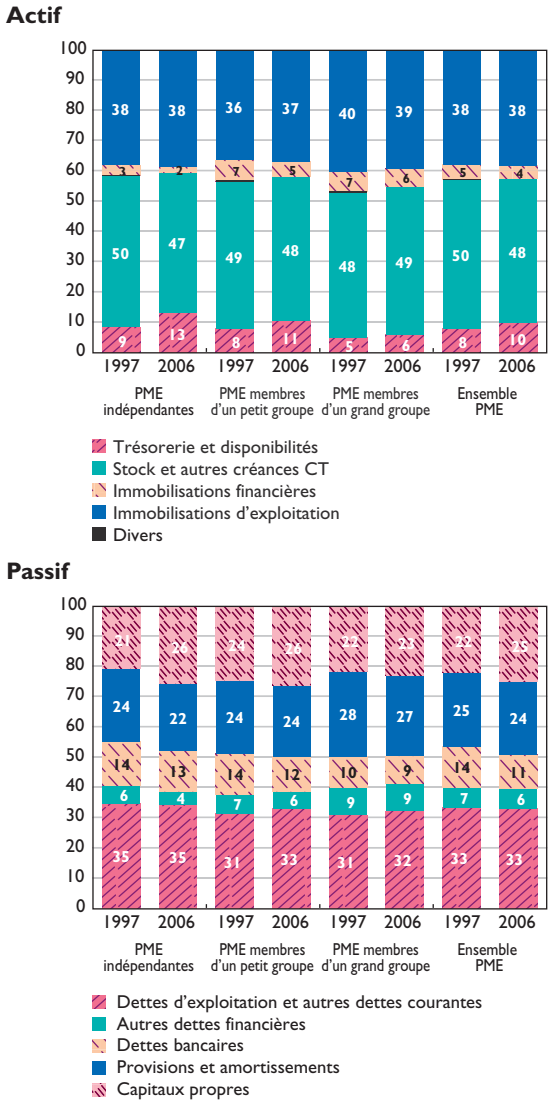
Le service central des Risques assure le recensement des crédits consentis par les établissements de crédit à chacun de leurs clients au-delà d'un certain seuil (25 000 euros depuis janvier 2006). Cette déclaration comporte une décomposition des différentes catégories de concours utilisés ou disponibles.

1|2 Les PME indépendantes ont plus de trésorerie …

À l'actif, le poids du poste « trésorerie et disponibilités » dans le total du bilan est deux fois plus élevé dans les PME indépendantes que dans les PME de grand groupe, et s'accroît sensiblement entre 1997 et 2006 (cf. graphiques 2 et 3). Au passif, la part des capitaux propres est plus élevée dans les PME indépendantes et celles appartenant à des petits groupes. En outre, cette part se renforce entre 1997 et 2006, alors qu'elle est stable dans les PME liées à un grand groupe. Une petite entreprise indépendante est plus exposée aux fluctuations imprévues de liquidités car elle est moins susceptible de pouvoir répartir ses activités et ses risques. Pour compenser et rendre plus sûres ses relations avec ses partenaires — fournisseurs, clients, banques… — elle préserve dans sa structure un volant plus important de liquidités. Dans les groupes, la trésorerie est souvent remontée vers la tête de groupe.

Graphiques 2 et 3 Structure du bilan des PME selon leur statut en 1997 et 2006

(en %)



Champ : PME hors holdings
Source : Banque de France – base FIBEN

1|3 … et recourent davantage au financement bancaire que les PME intégrées dans un groupe

L'endettement financier, c'est-à-dire les dettes bancaires et les autres dettes financières (emprunts obligataires, emprunts et avances de trésorerie reçus du « groupe et associés », titres et créances négociables et autres dettes), représente une part équivalente du passif dans les trois catégories de PME. En revanche, sa composition diffère : l'endettement financier est constitué de près de trois quarts de dettes bancaires dans les PME indépendantes, mais de la moitié seulement dans les PME appartenant à un grand groupe.

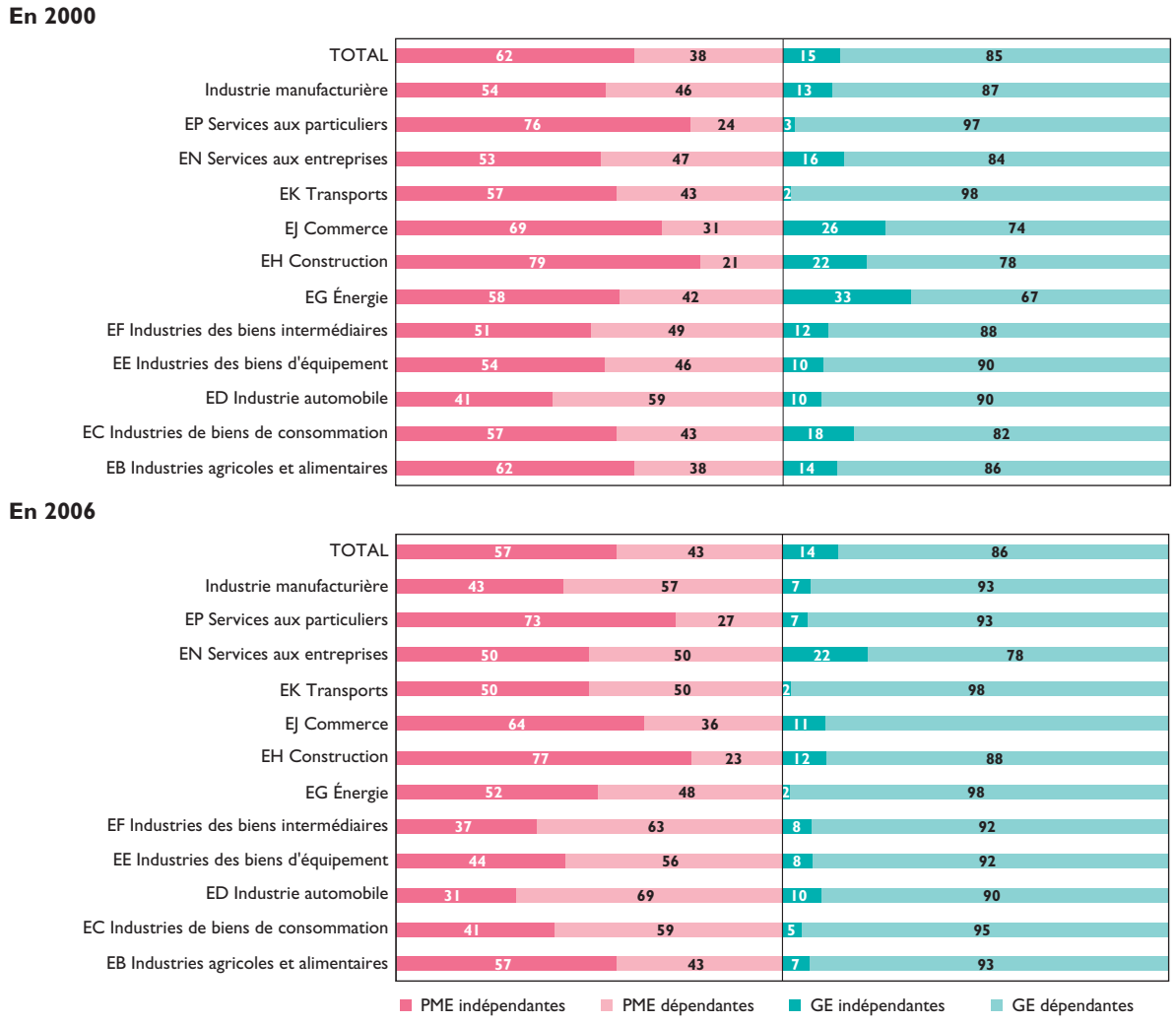
1|4 La part des encours de crédit distribués à des structures de groupe s'est accrue

Pour les grandes entreprises, la part des crédits distribués par les établissements de crédit à des structures de groupe était déjà prépondérante en 2000. Elle représentait 85 % pour l'ensemble des grandes entreprises, et jusqu'à 98 % dans les transports. Elle progresse donc peu entre 2000 et 2006 (cf. graphiques 4 et 5).

Dans les PME, sur la même période, la part distribuée à des structures de groupe se développe fortement. Le poids des encours de crédit des entreprises liées à un groupe gagne 5 points, pour atteindre 43 %.

Graphiques 4 et 5 Répartition des encours de crédit des PME et des grandes entreprises entre indépendantes et entreprises appartenant à un groupe

(en %)



Notes de lecture : pour chaque taille d'entreprises (PME et grandes), les encours de crédit distribués sont répartis selon le statut de l'entreprise : indépendante ou appartenant à un groupe. Les données primaires sont des moyennes annuelles des déclarations mensuelles.
Champ : Entreprises résidentes (hors holdings*, secteurs immobilier et financier)*
Source : Banque de France – Fichier central des Risques

Le secteur de l'industrie est plus particulièrement concerné par le phénomène de groupe puisque 57 % des concours de PME de ce secteur sont désormais portés par des filiales (+ 11 points par rapport à 2000). À l'inverse, dans les secteurs du commerce, de la construction ou des services aux particuliers, les PME indépendantes restent prépondérantes dans les encours de crédit déclarés.

I|5 Et les *holdings* y tiennent un rôle croissant

Le groupe finance aussi ses filiales *via* des entités dont certaines sont des *holdings*. Ces dernières se procurent une partie de leurs ressources auprès des établissements de crédit. Le renforcement des structures de groupe conduit donc à un développement

des prêts accordés aux *holdings*. En décembre 2006, les encours de crédit des *holdings* déclarés par les établissements de crédit sont de 90 milliards d'euros, à comparer aux 300 milliards distribués directement aux PME et aux grandes entreprises, soit une hausse de 15 % sur un an.

1|6 Les PME adossées à un groupe doivent être analysées avec l'ensemble du groupe

Les *holdings* pèsent de plus en plus en termes de total du bilan, comme de dettes financières (cf. tableau 1). En 2006, elles portent la moitié des dettes financières de l'ensemble des entreprises. Ainsi, pour évaluer la structure de financement, il est indispensable d'intégrer les *holdings* dans le périmètre des petits et des grands groupes (cf. graphiques 6 et 7).

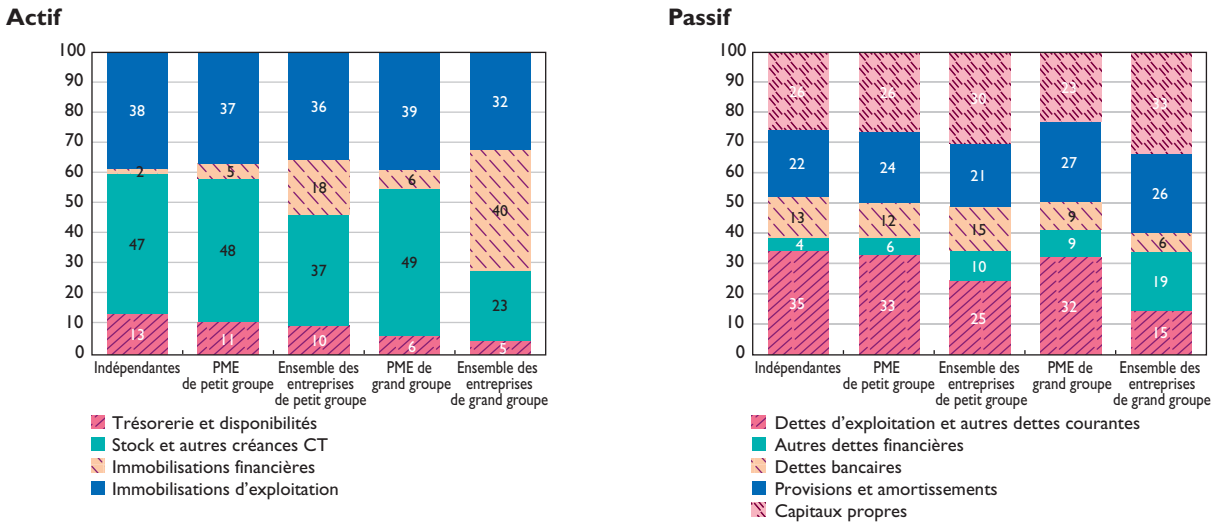
Les groupes d'entreprises segmentent leurs activités et créent des filiales *ad hoc* pour lever des capitaux sur les marchés ou auprès des établissements de crédit. Ces entités *ad hoc* n'ont pas d'activité opérationnelle mais détiennent des participations dans d'autres entreprises, coordonnent les activités et orientent la gestion financière du groupe. Les autres entreprises du groupe, dont en particulier les PME adossées, se concentrent sur leurs activités opérationnelles, les besoins de financement étant assurés par le groupe sous diverses formes (emprunts bancaires, émission de titres sur les marchés...).

Quand on prend en compte l'ensemble des sociétés, y compris les *holdings*, le poids des immobilisations financières dans la structure de l'actif est accentué au détriment des stocks et autres créances à court terme, pour les petits groupes comme pour les grands groupes. Au passif, c'est la place des autres dettes financières qui est fortement accrue, au détriment des dettes d'exploitation et des autres dettes courantes.

Ainsi, du fait de l'expansion des *holdings*, les données financières concernant les PME appartenant à une structure de groupe sont difficilement comparables à celles des PME indépendantes. Mais la prise en compte de l'ensemble des filiales, y compris les *holdings*, soulève aussi le problème des doubles comptes, dont l'augmentation de la part des capitaux propres est révélatrice (cf. encadré 2 et graphique 7).

Graphiques 6 et 7 Comparaison de la structure du bilan des PME selon leur statut à celle de l'ensemble des entreprises de petits et grands groupes en 2006

(en %)



Champ : Ensemble des entreprises (y compris les holdings*)*
Source : Banque de France – base FIBEN

ENCADRÉ 2

Observer les entreprises : comptes sociaux, comptes consolidés et « doubles comptes »

Les comptes sociaux retracent l'activité individuelle de chaque société, définie en tant qu'entité juridique, enregistrée au Registre du commerce et des sociétés. Les comptes consolidés reflètent l'activité de l'ensemble des entreprises constituant un groupe, quelle que soit leur localisation. Les deux images — celle des comptes sociaux et celle des comptes consolidés — sont généralement différentes et complémentaires. Si les comptes consolidés offrent une image plus conforme à l'entité stratégique, économique et financière que représente un groupe, ils ne sont établis que par 4 500 entreprises environ car leur établissement n'est pas obligatoire pour les petits groupes. En outre, une part importante de l'activité reflétée dans les comptes consolidés a trait aux filiales à l'étranger (Nahmias, 2007, Picart, 2003).

Dans cette étude, on privilégie la base de données de comptes sociaux, plus directement représentative de l'activité sur le territoire national, et on dénombre les groupes — y compris ceux qui ne publient pas de comptes consolidés — grâce à la connaissance des liens financiers.

Qu'est-ce que le phénomène des « doubles comptes » ?

Si on additionne les capitaux propres d'une entreprise A avec ceux de sa filiale B, il faut en déduire la valeur des titres de participation dans B qui sont inscrits au bilan de A. De même, si un groupe s'endette auprès d'une banque via une de ses filiales pour le compte d'une autre filiale, l'emprunt est compté deux fois. Ce retraitement ne peut être effectué aisément quand on traite un grand nombre de comptes sociaux sur une base statistique. En conséquence, lorsqu'une maison mère A augmente ses capitaux propres pour financer l'augmentation de capital d'une filiale B, sans retraitement, la situation financière des deux entreprises s'améliore en apparence alors qu'en termes de comportement financier effectif la réalité doit être plus nuancée.

2| Les PME indépendantes améliorent leur situation financière

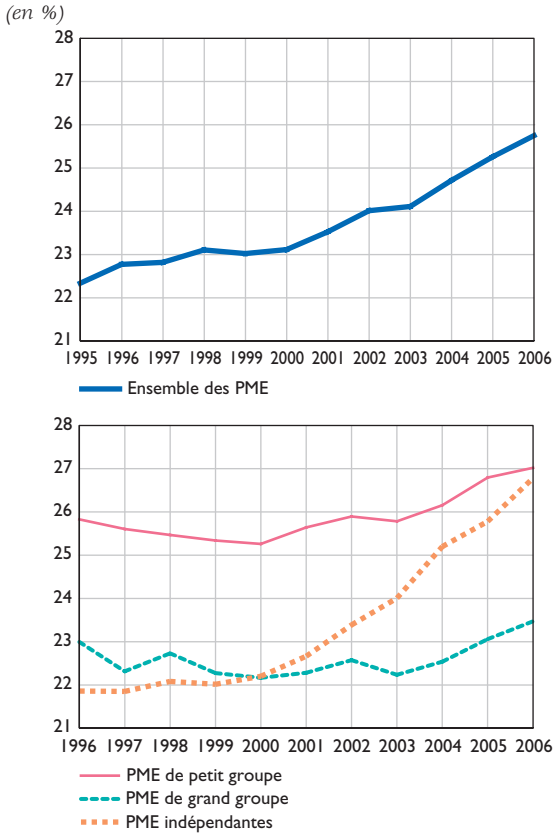
2|1 Elles renforcent la part des capitaux propres dans leur bilan

Depuis dix ans, la structure financière des PME se renforce. Le poids des capitaux propres des PME indépendantes dans le total du bilan gagne 5 points sur la période, expliquant l'essentiel de l'amélioration constatée pour l'ensemble des PME (cf. graphiques 8 et 9). Le renforcement est nettement plus limité chez les PME appartenant à un petit groupe et plus encore chez les PME intégrées dans un grand groupe, sans doute en partie du fait du développement des *holdings*.

Ce renforcement s'accompagne d'une amélioration de la rentabilité financière, qui rapporte la capacité d'autofinancement nette aux capitaux propres (cf. graphiques 10 et 11). Bien que soumise aux évolutions conjoncturelles (dégradation en 2001-2003 liée à la faiblesse de la croissance), celle-ci est désormais à son plus haut niveau depuis dix ans : 13 % en 2006, contre moins de 9 % en début de période. Là aussi, cette amélioration est plus marquée pour les PME indépendantes que pour les PME adossées à un groupe ; elle est cependant nette pour les trois catégories d'entreprises.

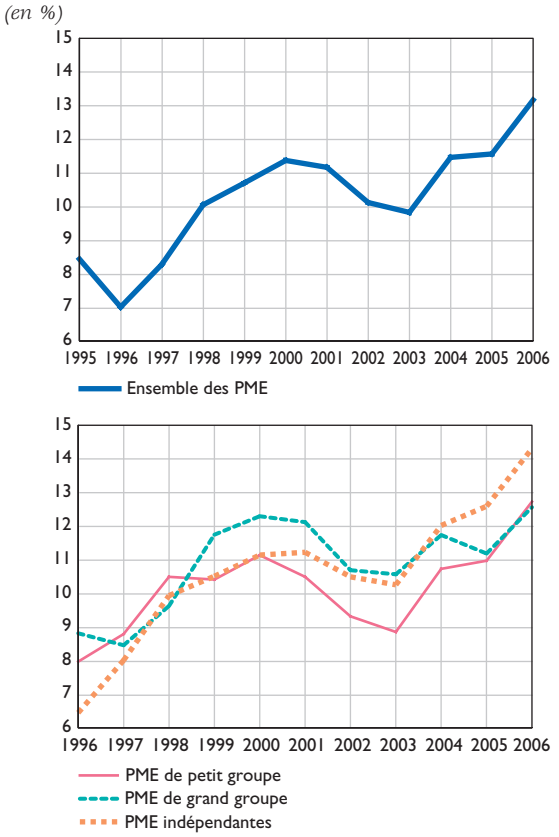
Pour 2006, les résultats issus de l'échantillon Centrale de bilans confirment l'amélioration de la rentabilité financière dans les PMI (petites et moyennes entreprises industrielles), dans un contexte de redémarrage de l'activité dans tous les secteurs de l'industrie, hors automobile (cf. graphique 12). La rentabilité financière dans les PMI passe ainsi de 9,3 % à 10,8 %. Les PMI de grand groupe continuent de bénéficier d'une plus forte rentabilité en 2006.

Graphiques 8 et 9 Part des fonds propres dans le total du bilan des PME selon leur statut



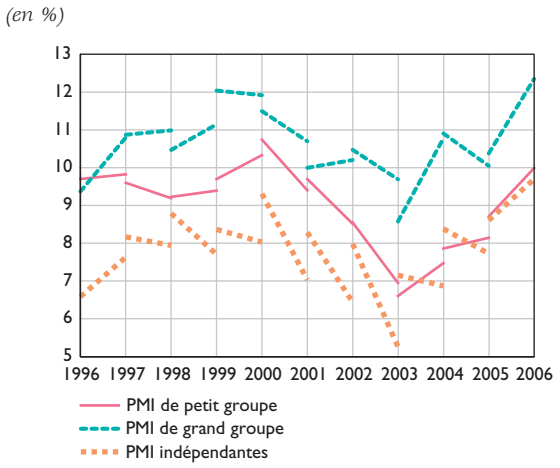
Champ : PME hors holdings
Source : Banque de France – base FIBEN

Graphiques 10 et 11 Rentabilité financière des PME selon leur statut : CAF nette sur capitaux propres



Champ : PME hors holdings
Source : Banque de France – base FIBEN

Graphique 12 Rentabilité financière des PMI selon leur statut



Champ : PMI de l'industrie manufacturière
Source : Banque de France – Centrale de bilans

2|2 Elles réduisent fortement le poids de leur endettement financier

Pour l'ensemble des PME, le ratio endettement financier sur capitaux propres baisse de plus de 30 points en dix ans, pour atteindre 71 % en 2006. Cependant, les PME indépendantes et les PME de petit groupe ont diminué leur ratio d'endettement financier de manière plus ample et régulière que les PME appartenant à un grand groupe (cf. graphiques 13 et 14).

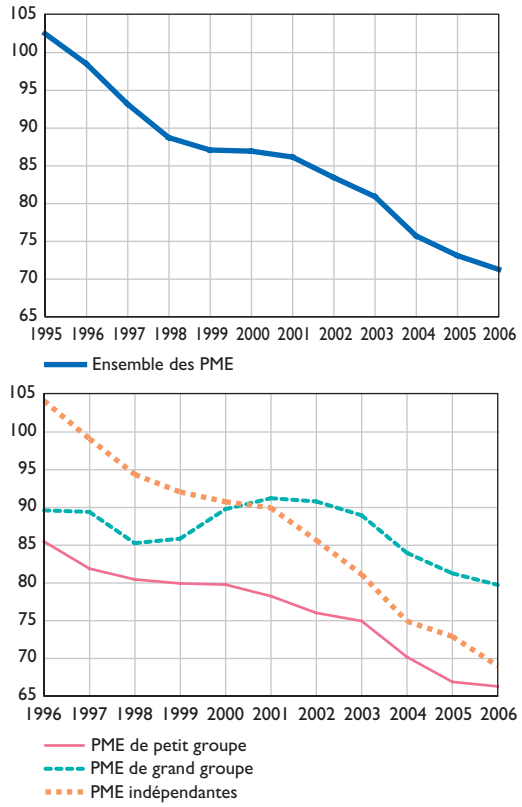
Les données de la Centrale de bilans permettent d'identifier plus précisément, parmi les dettes financières, le financement en provenant du groupe et des associés.

Ainsi, dans le secteur de l'industrie, le financement en provenance du groupe et des associés prédomine dans les entreprises contrôlées par un grand groupe.

Dans les filiales de petit groupe, la part s'accroît mais n'est toutefois finalement pas très éloignée de celle observée dans les PME indépendantes. Pour ces dernières, cette ressource, sans être marginale, est bien sûr beaucoup plus limitée puisqu'il ne s'agit que du financement en provenance des associés (cf. graphique 15).

Graphiques 13 et 14 Endettement financier sur capitaux propres

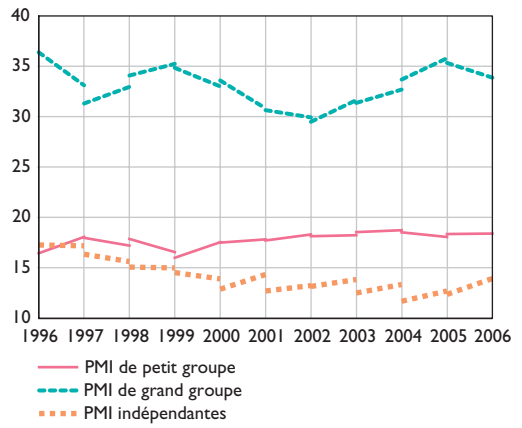
(en %)



Champ : PME hors holdings
Source : Banque de France – base FIBEN

Graphique 15 Part du financement en provenance du groupe et des associés dans les PMI

(en %)



Champ : PMI de l'industrie manufacturière
Source : Banque de France – Centrale de bilans

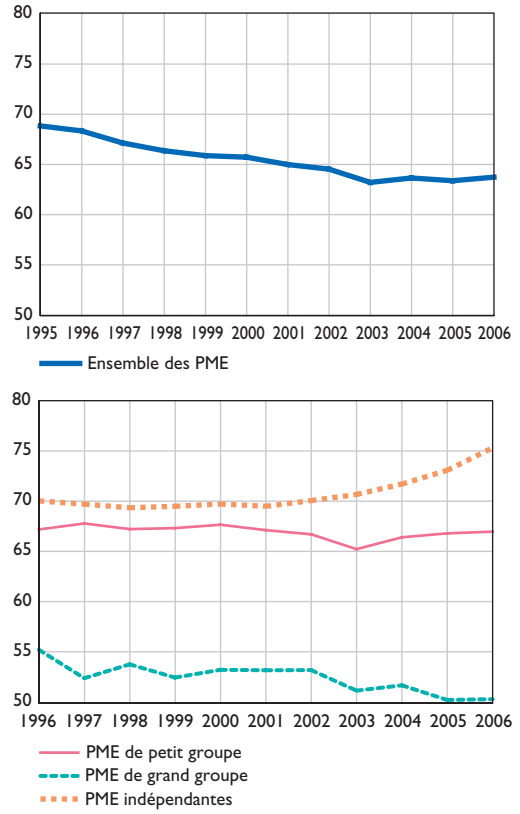
2|3 Les dettes bancaires restent leur première source de financement externe

La part des dettes bancaires de l'ensemble des PME dans leurs dettes financières a baissé sur la période (cf. graphique 16). Cette baisse s'explique en premier lieu par la diminution de la place des PME indépendantes. De plus, le financement des PME adossées à un grand groupe repose de moins en moins sur les dettes bancaires.

Cependant, depuis 2002, la part des dettes bancaires de l'ensemble des PME se stabilise à moins de 65 %

Graphiques 16 et 17 Part de l'endettement bancaire dans l'endettement financier

(en %)



Champ : PME hors holdings
Source : Banque de France – base FIBEN

car celles des PME indépendantes se renforcent depuis 2002 (cf. graphique 17). Les PME indépendantes continuent d'avoir majoritairement recours aux crédits bancaires comme ressource externe.

2|4 En termes d'encours, leurs crédits bancaires sont plus dynamiques que ceux des PME adossées à un groupe

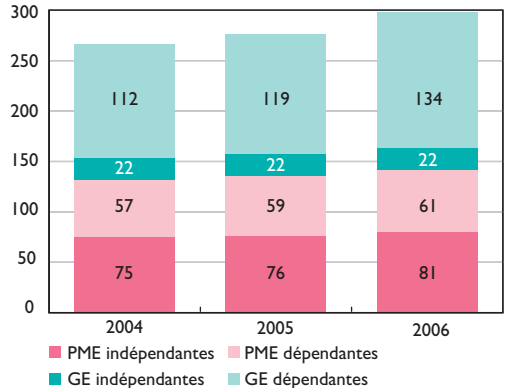
Sur la période récente, les encours de crédit aux PME, exprimés en moyenne sur douze mois et déclarés par les établissements de crédit, augmentent plus rapidement dans les PME indépendantes que dans celles qui sont liées à un groupe (+ 5,6 %, contre + 2,4 %). Cette hausse tient le plus souvent à de nouveaux concours aux entreprises de très petite taille. Les encours des PME augmentent cependant moins que dans les grandes entreprises, dont la plupart sont liées à un groupe. La croissance en 2006 des encours de crédit de ces dernières est de 7,8 % (hors *holdings* et secteur immobilier) (cf. graphique 18) [1].

Le secteur des services aux entreprises est plus particulièrement concerné par la hausse des concours bancaires. Les encours des crédits consentis aux secteurs de la construction et des services aux particuliers augmentent aussi (cf. graphique 19).

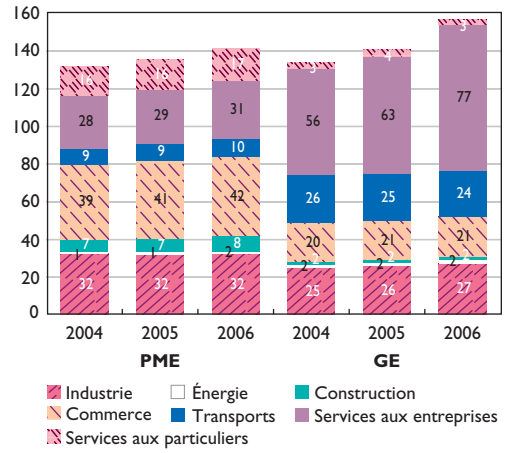
Graphiques 18 et 19 Évolution des encours de crédit entre 2004 et 2006

(en milliards d'euros)

Selon la taille et le statut de l'entreprise



Par secteur



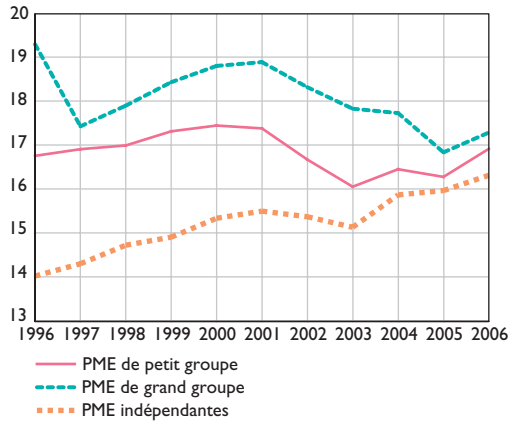
Moyenne annuelle des déclarations mensuelles
Champ : Entreprises résidentes (hors holdings *et secteurs immobilier et financier)*
Source : Banque de France – Fichier central des Risques

2|5 Les PME indépendantes disposent d'une forte capacité d'endettement

Rapportée à l'ensemble des revenus générés par l'activité de l'entreprise, opérations d'exploitation comme opérations financières et exceptionnelles, la capacité d'autofinancement des PME indépendantes est à son plus haut niveau en 2006 : 16 %. Dans les PME appartenant à des groupes, cette capacité d'autofinancement est plus volatile et avait baissé

Graphique 20 Capacité d'autofinancement (CAF sur revenus répartis)

(en %)

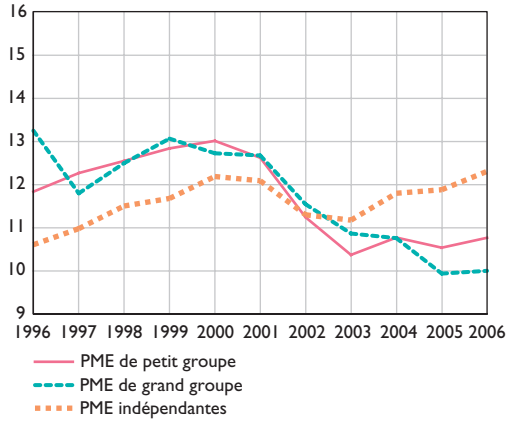


Champ : PME hors holdings
Source : Banque de France – base FIBEN

1 *En glissement annuel, la reprise des concours aux PME est plus marquée, en particulier dans le secteur des services aux entreprises. L'endettement des PME et des grandes entreprises augmente de façon équivalente entre décembre 2004 et décembre 2006. Mais, alors que les grandes entreprises accroissent leurs emprunts, surtout en 2005, ce sont les PME qui augmentent leurs dettes bancaires en 2006 : + 7,1 % par rapport à décembre 2005 (+ 2,4 % dans les grandes entreprises). Dans les PME indépendantes, ils progressent de 8 %.*

Graphique 21 Taux d'épargne (autofinancement sur revenus répartis)

(en %)



Champ : PME hors holdings
Source : Banque de France – base FIBEN

jusqu'en 2005, de sorte que, pour les trois catégories de PME, ces ratios convergent désormais (cf. graphique 20).

Le taux d'épargne rapporte l'autofinancement à l'ensemble des revenus. Il est désormais plus élevé dans les PME indépendantes que dans les PME appartenant à un groupe. Dans les PME contrôlées par un grand groupe, il a baissé de 3 points depuis 2000 (cf. graphique 21). La hausse de la rémunération des capitaux propres sous forme de distribution de dividendes pèse sur l'autofinancement. Le renforcement de la capacité de financement des PME indépendantes va ainsi de pair avec celui de leurs disponibilités (cf. paragraphe 1|2).

La capacité d'endettement des PME progresse tout au long de la période, du fait de la hausse de la rentabilité financière et de la baisse du taux d'endettement financier (cf. graphiques 22 et 23). En 2006, la capacité d'endettement des PME indépendantes est supérieure de 8 points à celle des PME de grand groupe, tandis que les PME de petit groupe disposent d'une capacité d'endettement d'un niveau intermédiaire.

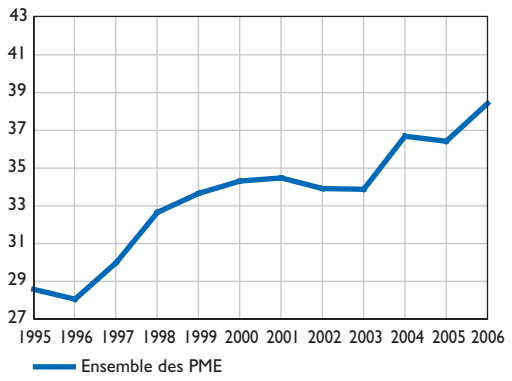
Les PME indépendantes ont donc fortement renforcé leurs structures financières, confortant ainsi leurs possibilités d'accès au financement. Cela permet à certaines de préserver leur indépendance. Mais, pour nombre d'entre elles, ce comportement va de pair avec l'ajournement de projets d'investissement (cf. paragraphe 3|). Les PME indépendantes les plus dynamiques ou les PME filiales de petit groupe peuvent aussi chercher à augmenter leur chance de rachat à un prix élevé par un groupe important (Nefussi, 2007, Roger, 2006).

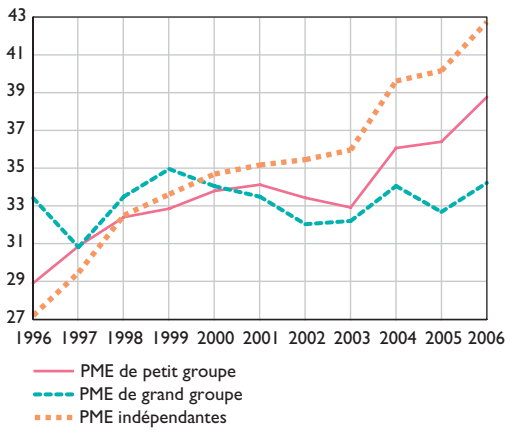
Le comportement plus heurté des PME de groupe souligne la nécessité de prendre en compte l'ensemble du périmètre du groupe (cf. paragraphe 1|6).

S'agissant de la solvabilité à court terme, la baisse de la part des charges d'intérêt dans les revenus répartis renforce la situation financière des PME. Celle-ci est à son plus bas niveau depuis dix ans, à un peu plus de 2 %. Toutefois, dans les PME de grand groupe, le ratio

Graphiques 22 et 23 Capacité d'endettement (capacité d'autofinancement sur endettement financier)

(en %)



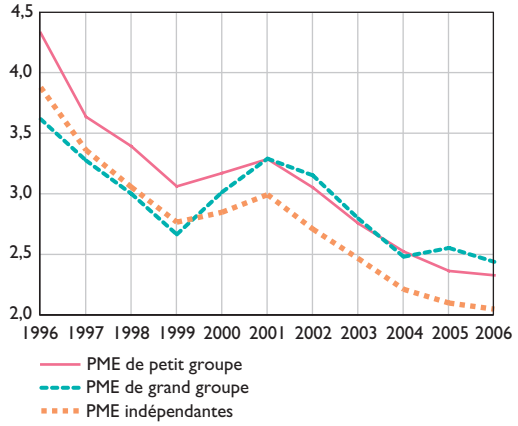


Champ : PME hors holdings
Source : Banque de France – base FIBEN

augmente en 2005, avec le renchérissement du coût du crédit (cf. graphique 24). De fait, le coût apparent de l'endettement financier dans les PMI (petites et moyennes entreprises industrielles) augmente à nouveau en 2006, d'après les données de la Centrale de bilans (cf. graphique 25).

Graphique 24 Solvabilité à court terme (charges financières sur revenus répartis)

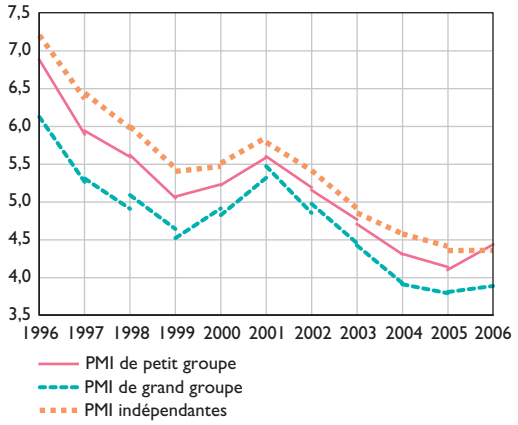
(en %)



Champ : PME hors holdings
Source : Banque de France – base FIBEN

Graphique 25 Coût apparent de l'endettement des PME de l'industrie

(en %)



Champ : PMI de l'industrie manufacturière
Source : Banque de France – Centrale de bilans

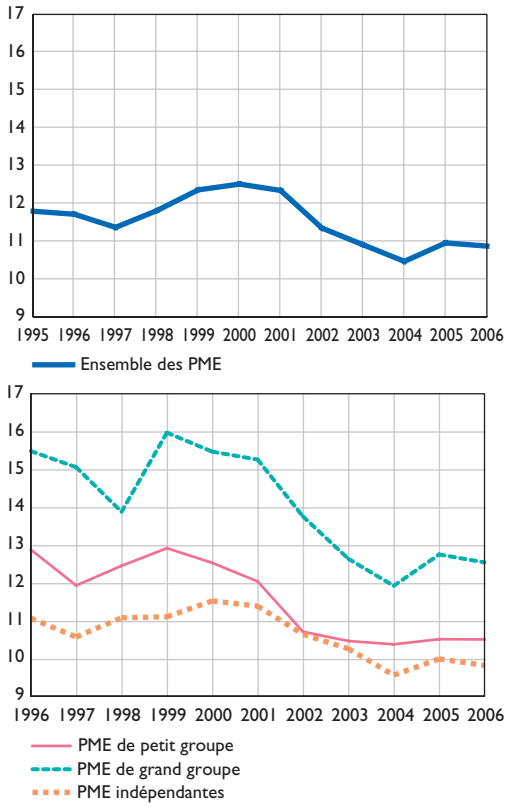
3| Le taux d'investissement des PME reste à un niveau bas

3|1 Le taux d'investissement baisse de 2000 à 2004

Le taux d'investissement a baissé de 2 points entre 2000 et 2004. Cette baisse est plus marquée pour les filiales de grands groupes, celle des PME indépendantes étant de l'ordre d'un point. Les écarts entre les taux d'investissement suivant le statut de l'entreprise s'en trouvent ainsi réduits (cf. graphiques 26 et 27).

Graphiques 26 et 27 Taux d'investissement d'exploitation (investissement d'exploitation sur valeur ajoutée)

(en %)



Champ : PME hors holdings
Source : Banque de France – base FIBEN

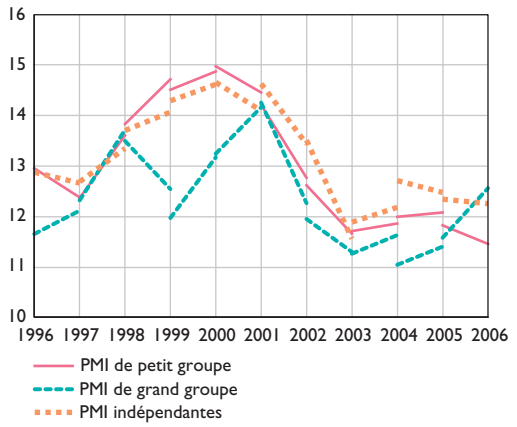
Dans les PME indépendantes le taux d'investissement reste inférieur à celui des PME appartenant à un grand groupe. Dans le cadre de la stratégie du groupe, ces dernières peuvent prendre à un moment donné un « risque d'entreprendre » plus élevé. En cas de difficulté, elles peuvent bénéficier du soutien du groupe. En outre, elles disposent de sources de financement plus diversifiées et moins coûteuses, en bénéficiant par exemple de taux d'intérêt plus favorables sur les montants de crédit élevés (cf. Cabarouy *et alii*, 2007). Leurs choix de gestion s'inscrivent, par ailleurs, dans une stratégie globale au niveau du groupe, ce qui facilite les projets d'investissement.

3|2 La reprise de l'investissement en 2005 et 2006 est surtout perceptible dans les PME industrielles de grands groupes

Par rapport au bas de cycle enregistré en 2004, le taux d'investissement des PME a montré des signes de reprise en 2005. En 2006, il se stabilise et reste en deçà du niveau atteint à la fin des années quatre-vingt-dix. En outre, il est plus faible que celui des grandes entreprises. Néanmoins, dans l'industrie le redémarrage de l'investissement depuis 2004 se poursuit en 2006 dans les PME industrielles adossées à un grand groupe. Plus précisément, les PME des secteurs de biens de consommation et des industries agro-alimentaires sont à l'origine de cette reprise encore fragile (cf. graphique 28).

Graphique 28 Taux d'investissement dans l'industrie

(en %)



Champ : PMI de l'industrie manufacturière
Source : Banque de France – Centrale de bilans

Pour investir, les PME indépendantes feraient ainsi face à des contraintes managériales, opérationnelles et financières plus importantes que les filiales de groupe : financements moins diversifiés, garanties plus difficiles à apporter, informations financières moins détaillées pour les apporteurs potentiels de capitaux (cf. OSEO, 2007).

Ces contraintes pourraient expliquer une plus grande frilosité des PME indépendantes par rapport à des décisions d'investissement. La situation d'indépendance — et parfois la volonté de le rester — rend plus difficile la mise en œuvre de projets.

4| Les entreprises en difficulté : plutôt des TPE que des PME

Une défaillance d'entreprise représente un coût pour le système bancaire qui supporte une charge de dettes compromises, mais également un coût pour les entreprises en relation de sous-traitance ou de client-fournisseur (cf. encadré 3).

Calculée pour les entreprises industrielles selon leur taille, la probabilité de défaillance à l'horizon de trois ans est plus de deux fois supérieure dans les PMI que dans les grandes entreprises. Celle des TPE industrielles est encore plus élevée (cf. tableau 2). En 2005, cet indicateur, tourné vers l'anticipation du risque, désigne le secteur des transports comme nettement plus risqué que les autres secteurs ; au contraire, le secteur de la construction bénéficie d'une faible part d'entreprises risquées. La proportion des entreprises risquées d'un secteur est fort heureusement nettement supérieure à celle des entreprises défaillantes : de nombreuses entreprises mises en difficulté arrivent à redresser leur situation et ne vont pas jusqu'au dépôt de bilan (cf. graphique 29).

Analysé *via* les dettes fournisseurs, les dettes financières et les dettes bancaires, l'impact économique des défaillances d'entreprises s'avère en termes relatifs moins fort chez les PME que chez les très petites entreprises (TPE). Souvent en baisse depuis 2002 ou 2003, cet impact s'est à nouveau accru en 2006 dans plusieurs secteurs, quel que soit l'indicateur.

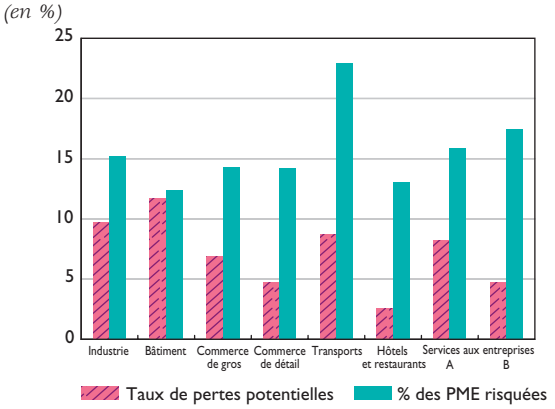
Tableau 2 Probabilité de défaillance à l'horizon de trois ans dans l'industrie par taille et par classe de risque

Nombre d'entreprises	Probabilité de défaillance et répartition des entreprises entre les classes de risque	Classe de risque				
		Très favorable (9 et 10)	Favorable (7 et 8)	Neutre (5 et 6)	Risquée (3 et 4)	Très risquée (1 et 2)
TPE : 9 310	7,8 (100 %)	0,9 (35 %)	4,2 (38 %)	11,4 (11 %)	22,2 (11 %)	42,7 (5 %)
PME : 21 816	5,7 (100 %)	0,6 (37 %)	3,1 (38 %)	10,0 (11 %)	19,1 (10 %)	35,6 (4 %)
GE : 5 168	2,7 (100 %)	0,3 (35 %)	1,3 (40 %)	5,5 (10 %)	8,1 (10 %)	15,0 (5 %)
Ensemble : 36 294	**6,0 (100 %)**	**0,7 (36 %)**	**3,2 (39 %)**	**10,1 (11 %)**	**19,0 (10 %)**	**35,6 (4 %)**

Champ : Entreprises de l'industrie manufacturière
Source : Banque de France, FIBEN

Graphique 29 Taux de pertes potentielles maximales et pourcentage de PME risquées par secteurs en 2005

(en %)



Notes : Les « services A » recouvrent cinq domaines : publicité et études de marché ; architecture, ingénierie et contrôle ; sécurité, nettoyage et autres services ; assainissement, voirie et gestion des déchets ; recherche et développement.
Les « services B » comprennent quatre domaines : activités informatiques ; services professionnels ; location sans opérateur ; sélection et fourniture de personnel.
Source : Banque de France

4|1 La part des dettes commerciales compromises est deux fois moins élevée dans les PME que dans les TPE

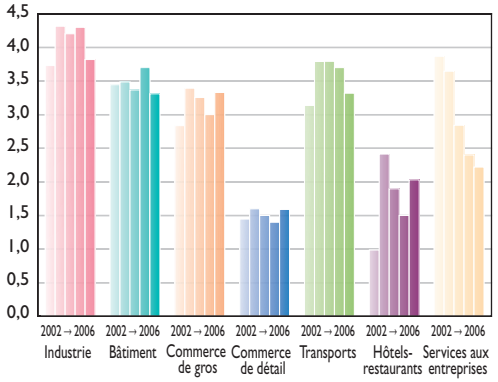
La part des dettes commerciales compromises permet d'évaluer l'impact interentreprises de la défaillance. Pour les très petites entreprises, cette part est particulièrement élevée dans l'industrie, les transports, le bâtiment et le commerce de gros. Elle est plus faible dans le commerce de détail et les hôtels-restaurants.

Pour les PME, le poids des dettes commerciales compromises est moindre (cf. graphiques 30 et 31).

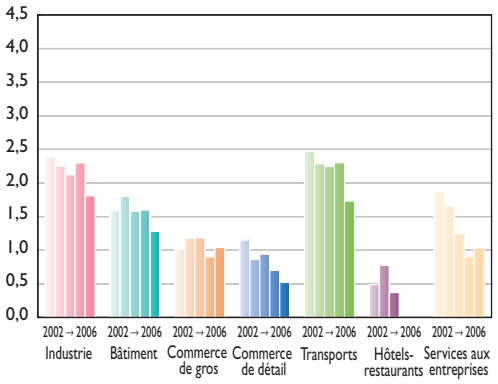
Graphiques 30 et 31 Part des dettes commerciales compromises par la défaillance dans les TPE et PME

(en %)

TPE



PME



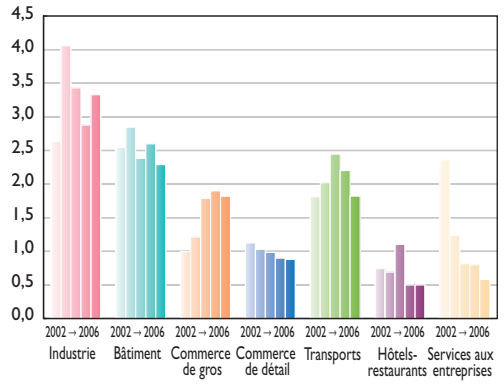
Source : Banque de France – base FIBEN

4|2 La part des dettes financières compromises est plus proche entre TPE et PME

La part des dettes financières compromises permet d'évaluer l'incidence sur les banques de la défaillance : l'écart entre TPE et PME est moins marqué que pour les dettes commerciales (cf. graphiques 32 et 33).

Graphique 32 Part des dettes financières compromises par la défaillance dans les TPE

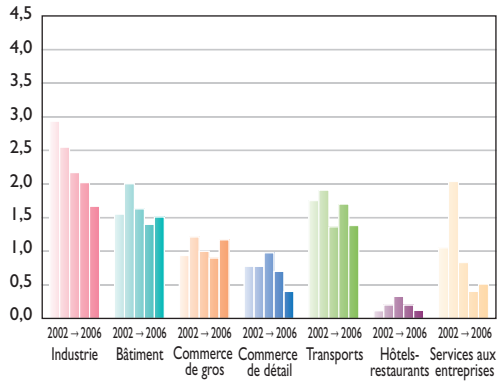
(en %)



Source : Banque de France

Graphique 33 Part des dettes financières compromises par la défaillance dans les PME

(en %)



Source : Banque de France

4|3 L'évaluation du risque pour le prêteur grâce au taux de pertes potentielles

Le risque encouru par le prêteur ne dépend pas seulement de la probabilité de défaillance de chaque entreprise. L'impact de ce risque pour l'établissement de crédit est également estimé en calculant un « taux de pertes potentielles maximales », construit selon une démarche proche de celle retenue dans les accords de Bâle II pour l'estimation du risque de crédit (cf. encadré 3).

Le taux de pertes potentielles maximales et le pourcentage d'entreprises risquées sont répartis de manière fort différente. En 2005 la construction est le secteur où la part des crédits compromis est la plus élevée, suivi de l'industrie, les transports n'apparaissant qu'en troisième lieu (cf. graphique 29). En nombre d'entreprises, le secteur des transports apparaissait comme plus risqué (cf. ci-dessus).

5| Les PME en forte croissance : des contraintes de financement à surmonter

Les entreprises en forte croissance (EFC) souvent qualifiées de « gazelles », ont été identifiées comme pouvant jouer un rôle majeur dans la problématique de la création nette d'emplois (Birch, 1979, Irac, 2007). En France, l'absence relative de ces entreprises moyennes à forte croissance expliquerait en partie les carences constatées en termes de production et d'emplois.

Les différentes appréciations portées à cet égard sont fortement dépendantes de la période étudiée, notamment du stade atteint dans le cycle économique, mais aussi de la méthode utilisée pour définir la taille des entités au fil du temps (Betbèze et Saint-Étienne, 2006, Picart, 2006). Les PME créatrices d'emplois sont souvent insérées dans des groupes de

ENCADRÉ 3

La mesure du risque : un enjeu pour les banques mais plus encore pour les entreprises elles-mêmes

Pour une banque, chaque entreprise est à la fois une opportunité – celle d'un partenariat commercial, d'un courant d'affaire générant marges d'intérêt et commissions – et un risque de défaut de paiement, dont le coût est très élevé s'il se matérialise. Ce risque influence fortement la décision de prêt (encours, garanties demandées, taux, échéancier).

*L'évaluation du risque est essentielle et requiert la coopération de l'entreprise afin de garantir un juste positionnement sur l'échelle de risque du banquier. La Banque de France met à la disposition de la profession bancaire un ensemble de services d'information en ligne, gérés dans le FIBEN, dont la « cotation », appréciation sur la capacité d'une entreprise à honorer ses engagements (*www.fiben.fr*).*

Ainsi une communication financière de qualité, qui vise à faire connaître au mieux le profil financier ou le « risque de crédit » de chaque entreprise, améliore la prévention des défaillances. En effet, une défaillance d'entreprise représente un coût pour le système bancaire qui supporte une charge de dettes compromises, mais également un coût pour les entreprises en relation de sous-traitance ou de client-fournisseur avec l'entreprise qui défaille.

Anticiper le risque grâce à la probabilité de défaillance et les classes de risque

Outre la cotation, des outils complémentaires ont été mis au point, notamment les scores. Sans donner une classification aussi fine que la cotation, les scores permettent de construire des vues globales rapidement actualisées en termes de probabilités de défaillance et de taux de pertes potentielles. Les classes de risque sont définies à partir des probabilités de défaillance à trois ans estimées grâce aux scores. Les classes risquées sont celles où la probabilité de défaillance est supérieure au taux de défaillance du secteur.

La proportion des entreprises risquées d'un secteur est le rapport entre le nombre de PME dans les classes les plus risquées et le nombre total d'entreprises de ce secteur.

La perte potentielle maximale d'une entreprise à l'horizon de trois ans est évaluée comme le produit de son endettement bancaire par la probabilité maximale de défaillance qui lui est associée.

sociétés et cette configuration explique en grande partie leur dynamisme. Ces débats soulèvent nombre d'interrogations sur la durabilité d'une croissance forte, la possibilité d'atteindre le statut de grande entreprise, les risques associés, de défaillance en particulier, les obstacles rencontrés pour le financement de la croissance, le maintien de l'indépendance ou l'intégration dans un groupe.

À partir d'un échantillon d'entreprises suivies entre 1996 et 2004, D. Lefilliatre (2007) caractérise ainsi 2 120 EFC, dont le chiffre d'affaires croît de plus de 10 % annuellement entre 1996 et 2000, et identifie trois populations à partir de 2001 :

- 84 % sont présentes chaque année jusqu'en 2004 ;
- parmi elles, 5 % maintiennent un taux de croissance supérieur à 10 % ;
- 16 % disparaissent sur la période.

Ainsi, la plupart des entreprises à forte croissance, et plus particulièrement celles qui se sont développées rapidement sur une longue période (dix ans), ont surmonté avec succès les écueils rencontrés, même si la permanence de la croissance à un rythme soutenu fait figure d'exception. Les 5 % qui parviennent à soutenir des performances remarquables sur dix ans se caractérisent par une forte rentabilité et une faible sensibilité aux aléas de la conjoncture ; le fait qu'elles appartiennent de plus en plus souvent à un groupe constitue aussi un élément d'explication.

En revanche, une EFC sur six a souffert de handicaps qui ont abouti à sa disparition, soit par intégration à un groupe (la moitié des cas), soit en raison d'une défaillance ou d'une fin d'activité. Il semble probable que ces entreprises aient crû à un rythme très élevé, voire trop élevé compte tenu de leurs caractéristiques (taille, structure financière…). Une croissance trop rapide peut conduire à une perte de maîtrise de la gestion du cycle d'exploitation, le niveau de capitaux

propres ne permettant pas alors de compenser le resserrement de la trésorerie. Faute du temps nécessaire pour redresser la situation, l'entreprise se trouve alors confrontée à des difficultés de trésorerie qui affectent fréquemment les relations avec les partenaires commerciaux et aggravent une situation déjà compromise. Parallèlement, une orientation inadaptée des investissements peut entraîner une détérioration du taux de marge. Les financements de ces investissements, parfois trop lourds, ainsi que l'insuffisance de leur taux de marge, ont pesé sur la solvabilité de ces entreprises.

Même si la part relative des entreprises indépendantes décroît, surtout chez les EFC qui ont maintenu une forte croissance sur toute la période de 1996 à 2004, certaines firmes parviennent à poursuivre leur développement de manière autonome. Il est difficile de dire si cela est dû à un positionnement particulier, par exemple une innovation réussie qui leur donne un avantage concurrentiel et une position de force, ou si cela est lié à la qualité de leur management. Dans tous les cas, elles bénéficient d'une forte rentabilité et contrôlent parfaitement leurs besoins de financement d'exploitation ; elles maîtrisent aussi leur endettement malgré leur effort d'investissement.

Les EFC intégrées à un groupe ont proportionnellement moins de capitaux propres que les EFC indépendantes (respectivement 26 % et 29 % du total du bilan en 2004). Ces entreprises intégrées affichent un taux d'endettement plus élevé (189 %, contre 160 %) et une part des dettes à court terme plus importante (22 %, contre 18 %). Cependant, elles recourent dans de moindres proportions aux prêteurs externes. En cas de difficultés, les entreprises appartenant à un groupe semblent, de ce fait, en mesure de supporter une contrainte de solvabilité plus forte.

Depuis dix ans, la structure de financement des PME en France s'est renforcée, même si autour de cette tendance générale des exceptions subsistent. Ceci s'est accompagné d'une forte baisse du nombre de PME indépendantes, qui ont réduit leur taux d'endettement et développé leur capacité d'autofinancement. La part des dettes bancaires dans l'endettement financier de ces dernières y est stable et largement prépondérante, ce qui reflète une certaine constance dans l'implication des banques dans le financement des PME indépendantes.

La plupart des indicateurs montrent que les sources de financement existent, tant dans les PME adossées à un groupe que dans les PME indépendantes. Les conditions d'une reprise de l'investissement semblent ainsi réunies. Pour autant, cette reprise de l'investissement est encore modeste et insuffisante, avec un effort qui s'inscrit en deçà de celui observé à la fin des années quatre-vingt-dix.

L'investissement dans les PME de grand groupe est néanmoins plus dynamique et sa croissance plus marquée sur la période récente. Une entreprise indépendante parviendrait donc plus difficilement à se développer seule et à trouver des relais de croissance. L'adossement auprès d'un groupe faciliterait le développement, ce qui implique en contrepartie la perte d'indépendance.

Bibliographie

Bardos (M.) et Stili. (D.) (2006)
« La contagion du risque *via* les impayés sur effets de commerce », *Bulletin* de la Banque de France, n° 148

Betbèze (J.P.) et Saint-Étienne (C.) (2006)
« Une stratégie pour la France », La Documentation française

Birch (D.L.) (1979)
"The job generation process, Cambridge, MA: MIT Programme on neighbourhood and regional change"

Cabarouy (C.), Parmentier (P.) et Thomas (J.) (2007)
« Le coût du crédit aux entreprises », *Bulletin* de la Banque de France, n° 160

Irac (D.) (2007)
« Contribution des petites et moyennes entreprises à la croissance – Revue de la littérature », *Bulletin* de la Banque de France, n° 165

Kremp (É.) et Sevestre (P.) (2000)
« L'appartenance à un groupe facilite le financement des entreprises », *Économie et Statistique,* n° 336, p. 79-92

Lefilliatre (D.) (2007)
« Caractéristiques économiques et financières des entreprises en forte croissance », *Bulletin* de la Banque de France, n° 160

Marionnet (D.) (2007)
« Les comptes financiers de la Nation en 2006 », *Bulletin* de la Banque de France, n° 161

Nahmias (L.) (2007)
« Groupes de sociétés et analyse du tissu productif : enjeux et premiers constats », *Bulletin* de la Banque de France, n° 159

Nefussi (B.) (2007)
« Les groupes absorbent des sociétés à fort potentiel », *Insee première,* n° 1144

OSEO (2007)
« Mieux connaître les PME », *Bulletin* de la Banque de France, n° 165

Picart (C.) (2003)
« Internationalisation et endettement des grands groupes français à la fin des années 1990 », *Économie et Statistique,* nos 363, 364 et 365, p. 207-232

Picart (C.) (2004)
« Le tissu productif : renouvellement à la base et stabilité au sommet », *Économie et Statistique,* n° 371, p. 89-108

Picart (C.) (2006)
« Les gazelles en France », La Documentation française

Roger (F.) (2006)
« Structure d'endettement et développement des entreprises françaises », Crédit Agricole *Éclairages Recherche,* n° 3

La situation économique des PME depuis 1997 en Allemagne

Deutsche Bundesbank

Les petites et moyennes entreprises (PME) continuent de jouer un rôle essentiel au sein de l'économie allemande. Cet article, qui complète des études précédemment réalisées par la Deutsche Bundesbank relatives à la rentabilité et au financement des PME, repose, pour la première fois, sur la base de données de la banque centrale relative aux états financiers des entreprises non financières en Allemagne.

Entre 1997 et 2004, les bénéfices des PME des secteurs sous revue dans le présent article ont enregistré une hausse sensible. Étant donné l'environnement économique globalement défavorable, ces résultats ont été réalisés, avant tout, grâce au maintien d'un niveau élevé de discipline en matière de coûts. Au cours de cette période, les PME ont également renforcé leur niveau de fonds propres, dans un contexte de diminution du total des actifs.

En 2005, les bénéfices bruts de l'ensemble des entreprises ont de nouveau enregistré une augmentation sensible dans l'ensemble (les données propres aux PME n'étant pas encore disponibles pour cette année), malgré de grandes différences individuelles. Les entreprises ont également encore amélioré leur structure financière : leur ratio de fonds propres a ainsi progressé de 8 points de pourcentage en moyenne depuis 1997. Les PME ont certainement contribué à cette évolution favorable, comme semble l'indiquer, notamment, le fait que la conjoncture économique (dont les PME allemandes, comme leurs homologues françaises, sont tributaires) se soit sensiblement redressée au cours de l'année.

Mots-clés : PME, définition, faillites, exportations, rentabilité, résultats, structure financière

Codes JEL : E22, G30, G32, L25

NB : Traduction de l'article « La situation des PME en Allemagne depuis 1997 », publié dans le Bulletin mensuel *de la Deutsche Bundesbank de décembre 2006.*

1| Environnement macroéconomique

Les PME sont souvent considérées comme la colonne vertébrale de l'économie allemande [1]. Les chiffres suivants permettent de se rendre compte à quel point elles sont importantes pour l'ensemble de l'économie : en 2003, selon les données de l'Institut de recherche sur les PME (Institut für Mittelstandsforschung – IFM), 99,7 % des entreprises assujetties à la TVA étaient des PME et elles représentaient environ 41 % du total du chiffre d'affaires constituant l'assiette de cet impôt. Par ailleurs, en 2003, les PME employaient près de 70 % des salariés du secteur des entreprises et formaient plus de 80 % des apprentis [2]. D'après l'enquête structurelle de l'Office fédéral des statistiques allemand portant sur l'industrie manufacturière (secteur essentiel pour la présente étude), près de la moitié des 6,1 millions de salariés de ce secteur travaillaient, en 2004, dans des PME employant moins de 500 personnes [3].

Il est utile de scinder la période examinée en plusieurs phases conjoncturelles. La première phase s'est caractérisée par une reprise qui a duré jusqu'au second semestre 2000. Les fluctuations erratiques observées sur les marchés de capitaux en 2001 ont ensuite entraîné une phase persistante de quasi-stagnation qui s'est prolongée jusqu'à la mi-2003. Par la suite, les facteurs de dynamisme ont de nouveau progressivement dominé, même si la reprise est tout d'abord demeurée plutôt hésitante et fragile : en effet, la croissance était uniquement tirée par les exportations, tandis que la demande intérieure réelle restait encore faible. Courant 2004, toutefois, la dynamique externe a été renforcée par l'investissement industriel, qui s'est traduit par une demande plus forte d'investissements d'équipement. En revanche, la crise du secteur allemand de la construction, qui a démarré au milieu des années quatre-vingt-dix et a affecté non seulement la construction résidentielle mais également la construction industrielle et les travaux publics, s'est prolongée jusqu'en 2005. À l'exception d'un bref intermède en 1999, la production de ce secteur a globalement freiné la reprise au cours de la période sous revue. Par ailleurs, la consommation privée n'a pas eu d'effet d'entraînement non plus en 2004 et 2005. Le PIB en volume a progressé de 10 % sur la période allant de 1997 à 2004, soit 1,25 % en moyenne annuelle, la demande intérieure augmentant de 0,75 % et les exportations de 7 % par an. La contribution cumulée des exportations à la croissance s'est donc élevée à 15,75 points de pourcentage. Toutefois, depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, les exportations ont eu un contenu élevé et croissant en importations, induisant également une forte augmentation de ces dernières. Par conséquent, la contribution nette des exportations à la croissance a été nettement plus faible, à 4,25 points de pourcentage. Dans le secteur industriel, le contraste entre l'atonie de la conjoncture en Allemagne et la vigueur des exportations a été encore plus prononcée que pour l'économie dans son ensemble. Selon les statistiques officielles de l'impôt sur le chiffre d'affaires des activités de fabrication et des activités extractives, les ventes intérieures ont augmenté d'un peu moins de 10 % en valeur entre 1997 et 2004, tandis que les exportations ont progressé de 50 %.

L'atonie de la conjoncture allemande durant la première moitié de la décennie actuelle a eu une incidence plus marquée sur l'activité des PME que sur celle des grandes entreprises. En effet, les PME sont généralement plus actives sur le marché intérieur et, au cours de la période sous revue, ont été beaucoup moins présentes que les grandes entreprises sur les marchés extérieurs plus dynamiques. La part des entreprises ayant un chiffre d'affaires inférieur à un million d'euros qui opèrent sur les marchés extérieurs était de 11 %, contre 87 % pour les grandes entreprises (cf. encadré 1). De la même façon, la part du chiffre d'affaires des PME réalisée à l'export était nettement plus faible que celle des grandes entreprises. Quoi qu'il en soit, l'activité à l'exportation des PME allemandes semble assez développée par rapport aux autres pays européens. C'est ainsi que 4 % seulement des PME françaises sont exportatrices et elles sont, en moyenne, plus petites que leurs homologues allemandes [4]. Il est cependant frappant de remarquer que les résultats des PME se sont fortement améliorés. En effet, les PME, qui ont une plus forte intensité de main-d'œuvre, ont notamment bénéficié

1 *Cf. également les commentaires du Ministère fédéral de l'Économie relatifs à la politique des PME (www.bmwi.de)*
2 *Les informations relatives à l'emploi et à la formation reposent sur les données de l'Agence fédérale pour l'Emploi relatives aux employés soumis aux cotisations sociales. Ces données concernent les établissements plutôt que les entreprises. Cela signifie que les petites et moyennes entreprises sont surévaluées : les PME font souvent partie de grandes entreprises, notamment dans le secteur du commerce. Par ailleurs, les emplois à temps partiel, subventionnés et peu rémunérés (tels que les mini-jobs), très largement fournis par les PME, ne sont pas enregistrés dans ces statistiques.*
3 *Cf. Hennchen (2006)*
4 *Cf. DGTPE (2006)*

ENCADRÉ 1

Nouvelle base de données et définition des PME

*Dans le présent article, qui fait suite à des études menées précédemment [1], la situation des petites et moyennes entreprises (PME) allemandes est analysée pour la première fois à partir de la nouvelle base de données de la Deutsche Bundesbank relative aux états financiers des entreprises (*pool *des données des comptes annuels). Les déclarations annuelles concernant la rentabilité et le financement des entreprises allemandes dans leur ensemble ont été actualisées en 2005 à l'aide de la nouvelle base de données [2]. Cette étude présente des résultats d'extrapolation ventilés non seulement par secteurs mais également par catégories de taille et par formes juridiques et ce, pour la période comprise entre 1997 et 2004.*

La définition statistique des PME repose en général sur les critères du « chiffre d'affaires annuel » et du « nombre de salariés ». Les études concernant les PME allemandes s'appuient souvent sur la définition de l'Institut de recherche sur les PME (Institute für Mittelstandsforschung). Selon cette définition, sont considérées comme des petites entreprises les sociétés dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 1 million d'euros et les effectifs neuf personnes. Les moyennes entreprises sont celles dont le chiffre d'affaires annuel est compris entre 1 million et 50 millions d'euros, et qui emploient entre 10 et 499 personnes. Les sociétés dont le chiffre d'affaires et/ou les effectifs sont plus élevés appartiennent à la catégorie des grandes entreprises [3].

Cependant, seul le critère du chiffre d'affaires est pertinent pour l'analyse de la rentabilité et du financement des entreprises. En effet, les états financiers analysés dans le cadre du pool *des données des comptes annuels ne contiennent pas systématiquement d'informations sur le nombre de salariés. En outre, les PME sont regroupées au sein d'une seule et même catégorie de chiffre d'affaires. Cependant, cette définition des PME ne correspond au* Mittelstand *au vrai sens du terme que si le critère qualitatif d'autonomie totale ou très élevée est officiellement rempli. Selon la définition de la Commission européenne, est considérée comme autonome une PME dont la part de capital détenue par une autre société est inférieure ou égale à 25 %. Cela étant, le respect du critère d'autonomie fournit peu d'informations quant au poids effectif de l'entreprise en matière de prise de décision. Ces informations sont souvent très restreintes dans le cas d'une entreprise de petite taille dont l'activité dépend d'un ou de quelques gros clients, et si ces derniers interviennent de façon importante dans la détermination des caractéristiques des produits, des prix ainsi que d'autres conditions générales de vente. Les entreprises qui ne sont pas autonomes ne peuvent être exclues des extrapolations de la Deutsche Bundesbank. Néanmoins, toute inexactitude qui en résulte sera probablement limitée.*

1 *Cf. Deutsche Bundesbank (2003)*
2 *Cf. Deutsche Bundesbank (2005a). Les modifications apportées à la méthodologie, surtout celles relatives à la mise en place de la nouvelle base de données et à la méthode d'extrapolation, sont expliquées en détail dans l'annexe au présent article.*
3 *Les recommandations de la Commission européenne concernant la définition des PME intègrent les notions de « microentreprise », comme catégorie supplémentaire d'entreprises, et de « total du bilan » comme critère de distinction s'ajoutant au nombre de salariés et au chiffre d'affaires. Dans la nouvelle recommandation en vigueur depuis le 1er janvier 2005, les entreprises dont le chiffre d'affaires n'excède pas 50 millions d'euros appartiennent (tout comme dans notre définition) à la catégorie des PME. Les plafonds relatifs au nombre de salariés et au total du bilan sont de 249 personnes et de 43 millions d'euros, respectivement. En outre, des plafonds ont été déterminés pour chacune des deux autres catégories : microentreprises, d'une part, et petites entreprises, d'autre part. Les programmes européens de promotion des PME étant définis en fonction de ces seuils, certains États fédéraux allemands ont adopté le chiffre de 249 employés comme plafond d'effectifs pour les moyennes entreprises (cf. Institut für Mittelstandsforschung,* Mittelstanddefinition und Schlüsselzahlen, www.ifm-bonn.org/dienste/definition.htm*).*

de la modération persistante des évolutions salariales observée en Allemagne depuis le milieu des années quatre-vingt-dix. Pour l'ensemble de l'économie, les salaires bruts par tête n'ont pas augmenté de plus de 1,25 % en moyenne annuelle entre 1997 et 2004. La hausse des coûts salariaux unitaires calculés sur une base horaire a même été encore plus faible au cours de cette période, à un peu moins de 0,5 % par an. En outre, l'accélération de la disparition des entreprises non rentables a contribué à accentuer cette tendance à l'amélioration des bénéfices. À la fin de la période sous revue, l'environnement économique des PME s'était toutefois sensiblement amélioré, grâce à la reprise accélérée de la demande intérieure.

2| Faillites d'entreprises

Les difficultés que les PME ont connues entre 1997 et 2004, en dépit d'une amélioration de leur rentabilité, apparaissent très nettement au vu de la forte augmentation du nombre de faillites. À cet égard, on peut utiliser le nombre total de faillites comme

référence, la grande majorité des cas enregistrés dans les statistiques officielles concernant des PME. Parmi les entreprises qui ont été déclarées insolvables en 2005 et pour lesquelles des données relatives à l'emploi sont disponibles, 83 % comptaient au plus cinq salariés et seules 190 d'entre elles, soit 0,5 %, employaient plus de cent personnes. Si les principales faillites qui ont eu lieu durant la période d'observation n'ont donc guère été significatives en termes de nombre, elles ont néanmoins attiré une plus grande attention du public en raison des importantes pertes d'emploi qu'elles ont entraînées.

Le nombre de faillites d'entreprises a atteint un nouveau pic en 2003 (39 320), soit une hausse de 43 % par rapport à 1997 [5]. Ce chiffre est en baisse depuis 2004, mais ce n'est qu'en 2005 qu'il a connu un recul perceptible, de 6,25 % par rapport à 2003. Le principal facteur à l'origine de cette diminution a probablement été la poursuite de la reprise économique, qui s'est accompagnée d'une hausse des bénéfices des entreprises et d'une amélioration de la liquidité, ainsi que l'évolution des délais de paiement qui a abouti, dans de nombreux cas, à un assouplissement des contraintes financières pesant sur un grand nombre d'entreprises. On a observé, entre 1997 et 2003, une très forte hausse (75 %) du nombre de faillites d'entreprises autres que des sociétés de capitaux [6], contre 23 % dans le cas des sociétés de capitaux. Cet écart est dû, en premier lieu, à la relative faiblesse des fonds propres des entreprises autres que des sociétés de capitaux, et donc à leur plus grande difficulté à couvrir les pertes et à combler les déficits de liquidité en situation économique difficile. En second lieu, la possibilité, qui existe depuis fin 2001, de différer les coûts de la procédure d'insolvabilité a entraîné par la suite une augmentation du nombre de faillites de petites entreprises, la plupart d'entre elles possédant un statut autre que celui de société de capitaux. En 2004 et 2005, les faillites d'entreprises autres que des sociétés de capitaux ont continué de progresser, mais à un rythme moins soutenu, alors que le nombre de sociétés de capitaux insolvables était revenu à son niveau de 1997.

3| Tendances observées en matière d'activité et de rentabilité des entreprises

Dans les secteurs manufacturier, de la construction, du commerce, des transports et des services aux entreprises qui sont analysés, le produit brut des PME (qui, outre le chiffre d'affaires, comprend la production stockée ainsi que la production immobilisée) n'a progressé que de 2 % en valeur sur la période comprise entre 1997 et 2004. Cette évolution résulte de la hausse plutôt modérée observée jusqu'en 2000, suivie d'une forte baisse de 4,5 % entre 2001 et 2003. En 2004, l'activité des entreprises s'est de nouveau redressée, de 2,5 %. Par comparaison, le produit brut des grandes entreprises a connu une croissance beaucoup plus soutenue. En 2004, il était supérieur de 30 % environ à son niveau de 1997, soit une progression annuelle moyenne d'à peine moins de 4 %. Ce n'est qu'en 2002 qu'un léger fléchissement a été enregistré, suivi d'une quasi-stagnation en 2003. Sur l'ensemble des autres années, le volume d'activité a enregistré une croissance assez vigoureuse. Le principal facteur expliquant ces évolutions divergentes réside dans la faiblesse de la conjoncture évoquée précédemment, qui a surtout pesé sur les PME. Depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, la crise d'ajustement dans le secteur de la construction a eu une influence considérable à cet égard. Les PME sont fortement représentées dans ce secteur, réalisant près de 85 % de son chiffre d'affaires en 2004. Sur la période analysée, leur produit brut a diminué de 24 %. Les résultats des grandes entreprises de ce secteur ont été tout aussi médiocres. Sur l'ensemble de la période, l'activité a progressé dans la plupart des autres secteurs de l'économie, à un rythme souvent plus soutenu dans le cas des grandes entreprises. Par exemple, le produit brut des PME dans l'industrie manufacturière, qui représente 27 % du chiffre d'affaires du secteur, a augmenté de 7,5 %, contre 30,5 % dans le cas des grandes entreprises industrielles exportatrices.

5 *Cf. Angele et Karmainski (2006)*

6 *Celles-ci regroupent les sociétés en nom collectif sous la forme de sociétés en commandite et de sociétés commerciales, y compris les Kapitalgesellschaft & Co, et d'associations de loi 1901, ainsi que des entreprises individuelles sous la forme de commerçants inscrits au Registre, d'artisans, de travailleurs indépendants, etc.*

ENCADRÉ 2

Ventilation des exportations des entreprises allemandes par tailles et secteurs d'activité

Les données tirées des statistiques officielles de l'impôt sur le chiffre d'affaires, relatives aux ventes imposables bénéficiant de déductions de TVA sur les consommations intermédiaires, permettent une étude plus détaillée des activités à l'exportation des entreprises en Allemagne [1]. La part respective moyenne des petites, moyennes et grandes entreprises qui ont un chiffre d'affaires à l'exportation peut se déduire de la ventilation des données par taille, et il est également possible de déterminer le ratio des exportations sur le chiffre d'affaires total pour les entreprises ayant une activité à l'exportation [2]. Les études en fonction de la catégorie de tailles peuvent être menées pour la totalité des entreprises, ainsi que par secteurs d'activité et par formes juridiques.

Selon les calculs reposant sur les statistiques d'imposition sur le chiffre d'affaires pour 2004, la part des entreprises traitant avec des clients étrangers dans les secteurs d'activité étudiés (industrie manufacturière, construction, commerce, transports et services aux entreprises) était sensiblement plus élevée (15,5 %) que dans les secteurs non couverts par les statistiques portant sur les bilans des entreprises (4 %). Le taux moyen d'exportation des entreprises dont l'activité à l'exportation est étudiée s'établissait à 20,5 % en 2004, contre 6 % pour les autres entreprises. Cette différence importante est imputable au fait que le secteur manufacturier, qui constitue le noyau des statistiques portant sur les bilans des entreprises, est traditionnellement largement exportateur. Dans ce secteur, 28,5 % des entreprises réalisent un tiers de leur chiffre d'affaires à l'exportation.

L'activité à l'exportation est également assez importante dans le commerce de gros et dans le secteur des transports. En revanche, les exportations jouent un rôle moindre dans le secteur de la construction, puisque l'essentiel de son activité doit être réalisé localement. Cela vaut également, dans une moindre mesure, pour le commerce de détail et pour les prestataires de services aux entreprises. Dans tous ces secteurs, toutefois, l'activité d'exportation et, dans la plupart des cas, les taux d'exportation sont plus élevés que les chiffres moyens correspondants des secteurs d'activité qui ne sont pas couverts par les statistiques relatives aux états financiers des entreprises. Parmi ces derniers, les prestataires de services aux ménages, qui exercent leurs activités presque exclusivement sur le marché intérieur allemand, jouent un rôle fondamental.

Parmi les entreprises étudiées appartenant à la catégorie de chiffre d'affaires inférieur à 1 million d'euros, seules 11 % étaient actives sur les marchés extérieurs. Pour les entreprises dont le chiffre d'affaires est compris entre 1 million et 50 millions d'euros, le taux était beaucoup plus élevé (48,5 %), tout en étant largement inférieur à celui des grandes entreprises (87 %). De la même façon, les taux d'exportation des PME ayant une activité à l'exportation étaient nettement plus faibles que ceux des entreprises plus importantes. C'est ainsi, par exemple, que les petites entreprises réalisaient seulement 2,5 % de leur chiffre d'affaires à l'étranger, contre 13,5 % pour les moyennes entreprises et 26,5 % pour les grandes entreprises.

S'agissant de l'analyse par tailles d'entreprise, des différences sensibles existent entre les principaux secteurs d'activité. Par exemple, la part des petites entreprises dans les exportations en 2004 allait de 4,5 % dans le secteur de la construction à 16,5 % dans le secteur manufacturier et à 21 % dans le commerce de gros. Leurs taux d'exportation correspondants allaient de 0,5 % dans le secteur de la construction à 7,5 % dans le commerce de gros. Dans le segment des moyennes entreprises également, le secteur de la construction se trouvait en dernière position, avec un niveau de participation aux exportations de 19,5 % et un taux d'exportation de 2,5 %. Au premier rang figuraient le secteur manufacturier pour le niveau de participation (67 %) et le secteur des transports en termes de pourcentage des ventes (22,5 %).

La forte orientation à l'exportation de l'industrie allemande est particulièrement évidente dans le cas des grandes entreprises : 94,5 % d'entre elles sont actives sur les marchés extérieurs, où elles réalisent 38 % de leur chiffre d'affaires. Dans le secteur des

.../...

1 *Les biens et les services exonérés sont généralement exclus de la déduction de TVA sur les consommations intermédiaires. Toutefois, cela ne s'applique pas aux biens et aux services exportés et ni à d'autres cas, tels que les voyages aériens et maritimes, les livraisons d'or aux banques centrales, etc. Ces rubriques sont agrégées dans les statistiques de l'impôt sur le chiffre d'affaires, ce qui empêche de distinguer les ventes à l'exportation. Toutefois, ces dernières représentent, et de loin, la catégorie la plus importante des biens et services bénéficiant de la déduction fiscale sur les consommations intermédiaires.*

2 *En revanche, les taux d'importation des entreprises allemandes ne peuvent pas être déterminés en utilisant les statistiques de l'impôt sur le chiffre d'affaires. En effet, ce sont les autorités douanières qui perçoivent la TVA à l'importation pour les importations en provenance des pays tiers. Seules les importations en provenance des États membres de l'UE sont couvertes par les statistiques de l'impôt sur le chiffre d'affaires.*

Entreprises exportatrices en 2004 ventilées par secteurs d'activité et volume du chiffre d'affaires

(en %)

Secteurs d'activité	Entreprises exportatrices [a]				Ratio d'exportations [b]			
	Total	Volume du chiffre d'affaires			Total	Volume du chiffre d'affaires		
		< à 1 million d'euros	1 à 50 millions d'euros	50 millions d'euros et plus		< à 1 million d'euros	1 à 50 millions d'euros	50 millions d'euros et plus
Manufacturier [c]	**28,3**	16,3	67,2	94,6	**33,1**	3,5	21,2	38,2
dont								
Produits alimentaires et boissons	**9,0**	3,4	32,5	90,0	**13,4**	0,4	7,6	16,9
Textiles et produits textiles	**33,4**	21,3	87,5	100,0	**31,1**	5,7	26,6	38,4
Produits chimiques	**55,9**	32,8	86,0	97,3	**41,8**	11,1	28,9	43,8
Métaux de base	**41,5**	20,9	75,2	96,8	**35,7**	5,0	21,6	38,1
Transformation des métaux	**25,6**	14,2	65,9	98,8	**22,3**	2,8	18,4	33,8
Machines et équipement	**48,5**	28,5	81,6	97,4	**44,4**	8,0	33,7	52,2
Équipement de bureau, ordinateurs et équipement électrique	**40,0**	24,9	77,0	93,7	**41,0**	6,4	25,5	45,6
Matériels de transport	**41,5**	21,9	75,1	95,8	**52,0**	4,7	24,6	53,1
Construction	**5,8**	4,6	19,3	65,5	**2,4**	0,5	2,7	6,2
Commerce de gros et intermédiaires du commerce	**30,6**	20,8	63,0	82,7	**14,7**	7,3	13,9	15,5
Concessionnaires (y compris véhicules automobiles et motocyclettes)	**17,3**	13,6	42,2	84,2	**4,2**	2,6	6,2	3,0
Transport (hors transports ferroviaires)	**20,2**	14,8	56,6	84,8	**28,8**	6,2	22,6	42,7
Services aux entreprises	**7,1**	5,7	28,6	58,2	**6,3**	1,4	5,3	12,2
Total	**15,7**	**10,8**	**48,6**	**87,0**	**20,4**	**2,7**	**13,5**	**26,6**
Pour mémoire :								
Total des entreprises	**11,6**	7,9	44,1	80,5	**17,7**	2,2	12,1	23,1
Secteurs non couverts	**3,8**	2,9	21,9	46,9	**6,0**	0,7	4,2	8,0

a) Nombre d'entreprises effectuant des ventes hors taxe (bénéficiant de déductions de TVA sur les consommations intermédiaires) en pourcentage de l'ensemble des entreprises, selon les statistiques relatives à l'impôt sur le chiffre d'affaires de l'Office fédéral des statistiques
b) Ventes hors taxe (bénéficiant de déductions de TVA sur les consommations intermédiaires) en pourcentage du total des ventes selon les statistiques relatives à l'impôt sur le chiffre d'affaires de l'Office fédéral des statistiques
c) Y compris l'industrie minière

transports, ces deux taux sont aussi relativement élevés, à, respectivement, 85 % et 42,5 %. Alors que plus de 80 % des grandes entreprises du commerce de gros et de détail réalisaient un chiffre d'affaires à l'exportation en 2004, celui-ci ne représentait que, respectivement, 15,5 % et 3 %, de leur chiffre d'affaires total. Parmi les grandes entreprises du secteur de la construction, 65,5 % étaient actives à l'étranger, avec un taux d'exportation de 6 %. La présence à l'étranger des prestataires de services aux entreprises ayant un chiffre d'affaires supérieur ou égal à 50 millions d'euros était encore plus faible (58 %). Ils effectuaient toutefois 12 % de leur chiffre d'affaires à l'étranger.

Au sein du secteur manufacturier, l'importance de l'activité à l'exportation est également très variable. C'est ainsi que 9 % seulement des industries agroalimentaires ont réalisé 13,5 % de leur chiffre d'affaires à l'export. Cette situation s'explique en premier lieu par la grande disparité des habitudes alimentaires d'un pays à l'autre et, en second lieu, par le fait que la réfrigération, souvent nécessaire, alourdit les coûts de transport. En revanche, près de la moitié des entreprises chimiques et des fabricants de machines et d'équipements a exporté ces produits à l'étranger, pour une part s'élevant à, respectivement, 42 % et 44,5 %, de leur chiffre d'affaires total. Selon le classement par tailles, ce sont les fabricants de machines et d'équipement de taille moyenne qui ont réalisé les pourcentages les plus élevés : plus de 80 % d'entre eux ont vendu leurs produits en dehors de l'Allemagne en 2004, avec un taux d'exportation de 33,5 %. Les grandes entreprises de ce segment ont même réalisé 52 % de leur chiffre d'affaires à l'étranger. Dans la plupart des autres sous-secteurs manufacturiers, les entreprises de taille moyenne ont également eu une forte présence à l'étranger, avec des taux d'exportation supérieurs à 20 %. Toutefois, les grandes entreprises de ces industries dépassent systématiquement ces taux.

Dans le commerce de gros et les transports, dont l'évolution conjoncturelle est étroitement liée à celle du secteur manufacturier, on a pu noter également un écart de croissance prononcé entre les PME et les grandes entreprises. Dans le commerce de détail, également, les PME (dont le produit brut a augmenté de 3,5 %) ont affiché un net retard par rapport aux grandes entreprises (+ 39 %). Cependant, cette évolution est moins imputable à la situation conjoncturelle contrastée de l'économie allemande qu'à l'avance dont continuent de bénéficier les grandes chaînes de magasins discount et qui s'est encore accentuée, ces toutes dernières années, en raison des contraintes pesant sur les revenus de nombreux ménages. Par conséquent, la part des PME dans le chiffre d'affaires total du secteur a diminué, revenant de 60 % en 1997 à 52,5 % en 2004. En revanche, les PME ont affiché des résultats relativement satisfaisants dans le secteur des services aux entreprises, leur produit brut enregistrant une hausse de 27,5 % entre 1997 et 2004, contre 45,5 % pour les grandes entreprises. Ainsi, les PME représentaient pas moins de 70,5 % du chiffre d'affaires de ce secteur à la fin de la période sous revue. L'un des facteurs à l'origine de cette position favorable réside probablement dans les fortes exigences du secteur en termes d'innovation, notamment en ce qui concerne le développement de logiciels, ce qui ouvre des opportunités pour des entreprises nouvelles (et donc, le plus souvent, de petite taille).

Le produit total des PME, qui inclut les intérêts et produits financiers ainsi que d'autres produits, a progressé d'un peu plus de 2 % entre 1997 et 2004, à peine plus que leur produit brut. Compte tenu de la tendance plutôt défavorable de leur chiffre d'affaires, les PME se sont concertées pour essayer de contenir la hausse des coûts. Leurs efforts ont été tout à fait fructueux dans la mesure où leurs charges totales (avant impôt sur les bénéfices) ont augmenté d'à peine 1 % durant la période analysée contre une hausse de 30,5 % pour les grandes entreprises qui, il est vrai, enregistraient une plus forte progression de leur chiffre d'affaires. La principale raison de cet écart réside dans le fait que les PME, dont le chiffre d'affaires a connu une croissance modérée, ont pu réduire légèrement (– 1 %) le coût de leurs matériaux, alors que cette rubrique a connu une forte hausse (+ 37,5 %) dans le cas des grandes entreprises, sous l'effet notamment de l'externalisation continue des activités et de la forte augmentation des consommations intermédiaires importées. En outre, les charges de personnel des PME n'étaient guère plus élevées en 2004 qu'en 1997 (+ 0,5 %) et ont même fléchi par rapport à la période allant de 2000 à 2002. En revanche, les vastes mesures de restructuration et l'accroissement des provisions pour retraite qu'a engendré la baisse des taux d'intérêt de marché ces dernières années ont favorisé l'augmentation des charges de personnel des grandes entreprises, qui sont demeurées élevées par la suite en dépit du recul des effectifs. Les effets compensateurs des importantes suppressions d'emplois ne devraient donc apparaître dans leurs comptes de résultat qu'avec un certain décalage. La forte diminution de la dotation aux amortissements (– 15,5 %) a également joué un rôle dans l'évolution favorable des coûts des PME. Ce recul résulte sans doute, en tout premier lieu, de la faiblesse de l'investissement ces dernières années. Par ailleurs, les PME ont été beaucoup moins touchées par la bulle spéculative qui s'est formée sur les valeurs boursières à l'aube du nouveau millénaire, contrairement aux grandes entreprises qui ont enregistré d'importantes corrections de valeur sur leurs placements à long terme et leurs portefeuilles de titres dans les années suivantes. En outre, les intérêts et charges financières des PME ont connu un recul prononcé, soit presque 25 % depuis 1997, en raison de la diminution de l'encours des engagements portant intérêts. De plus, les taux débiteurs à court et à long termes appliqués aux PME ont affiché une nette baisse entre 1999 et 2004. Si le ratio global charges d'intérêts/produit brut des PME était plutôt faible (1,5 %) à la fin de la période sous revue, en raison de la prépondérance des prêts bancaires dans leur financement global, il était néanmoins beaucoup plus élevé que dans le cas des grandes entreprises (très légèrement en deçà de 0,5 %). Parmi les principaux postes de charges des PME, seul celui des « autres charges » (qui recouvre les dépenses au titre de la location et du crédit-bail, les coûts de recherche et développement ainsi que les dépenses de publicité) a connu une hausse significative (16,5 %) durant la période d'observation.

Grâce à leur maîtrise des coûts, les PME ont amélioré leur rentabilité globale. Entre 1997 et 2004, par exemple, le résultat annuel avant impôt sur les bénéfices a progressé de 44,5 % au total en valeur nominale. Sur les deux dernières années à elles seules, il a augmenté de 32 %, ce qui a compensé et au-delà le recul des trois années précédentes. Cependant, outre le niveau absolu enregistré au début de la période analysée, il convient de tenir compte du fait, comme cela a été évoqué précédemment, que

de nombreuses PME (affichant, dans la plupart des cas, de faibles ratios de rentabilité) ont fait faillite depuis et ne figurent donc plus dans les statistiques des états financiers des entreprises. Par comparaison, les grandes entreprises n'ont réussi à améliorer que légèrement leur rentabilité. En 2004, leur résultat brut était supérieur de 11 % seulement à celui de 1997 et inférieur de 14,5 % au précédent point haut atteint en 2001. Dans la catégorie des PME, il est frappant de constater que le résultat brut annuel des sociétés de capitaux a doublé, alors que celui des entreprises autres que des sociétés de capitaux n'a augmenté que de 31,5 %. Cette évolution résulte en partie du fait que ces dernières affichaient, au départ, un niveau beaucoup plus élevé. Dans le cas des sociétés de personnes et des entreprises individuelles, le revenu d'entreprise (imputé), c'est-à-dire la rémunération du travail de l'entrepreneur, est inclus dans le résultat annuel déclaré. Les sociétés de capitaux, en revanche, enregistrent en charges de personnel les salaires des gérants et des cadres dirigeants, d'où le niveau moins élevé de leur résultat. Ainsi, à la fin de la période sous revue, les entreprises autres que des sociétés de capitaux représentaient 56 % du produit brut des PME et 75 % du résultat annuel brut global. Le résultat des sociétés de personnes et des entreprises individuelles, semble avoir connu une évolution aussi dynamique que dans le cas des sociétés de capitaux.

La rentabilité brute d'exploitation, qui correspond au résultat annuel avant impôts en pourcentage du chiffre d'affaires, s'est améliorée dans le cas des PME, passant de 3,5 % en 1997 à 5 % en 2004 [7]. Pour les grandes entreprises, en revanche, elle a diminué de 0,5 point de pourcentage, revenant à 3 % [8]. Cependant, ce résultat est biaisé dans la mesure où un pourcentage très élevé de PME n'est pas constitué en sociétés de capitaux et où, par conséquent, le résultat déclaré intègre la rémunération des gérants et des cadres dirigeants. Il est donc préférable d'établir des comparaisons uniquement entre les PME constituées en sociétés de capitaux et les grandes entreprises, dont la grande majorité opère sous la forme juridique de société à responsabilité limitée (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung* – GmbH) ou de société anonyme (*Aktiengesellschaft* – AG). Durant la période sous revue, la rentabilité brute d'exploitation des petites et moyennes sociétés de capitaux a augmenté de 1,5 point de pourcentage, à 3 %, soit le même niveau, pour la première fois en 2004, que celui des grandes entreprises. De 1997 à 2004, leur résultat annuel brut a affiché une hausse supérieure à 10 % dans l'ensemble des secteurs. Dans l'industrie manufacturière, il a enregistré une progression de 37,5 %. Après avoir affiché un recul entre 2000 et 2002, il a augmenté de 35 % les deux années suivantes. Outre la diminution des dotations aux amortissements et des intérêts et charges financières, la progression relativement faible des charges de personnel (+ 3,5 % au total) a été un facteur clé de l'amélioration de la rentabilité depuis 1997. Après le point bas enregistré par les résultats des sociétés de capitaux en 2002, leur rentabilité brute d'exploitation a augmenté d'un peu plus d'1 point de pourcentage pour ressortir à un niveau tout juste supérieur à 3,5 %. Par comparaison, les grandes entreprises du secteur manufacturier ont connu de fortes diminutions de leur résultat même en 2003, ne parvenant à stabiliser la situation qu'en 2004, à un bas niveau cependant. En termes de chiffre d'affaires, également, le résultat qu'elles ont dégagé cette année-là (3,5 %) a été le plus faible enregistré depuis 2002.

Le ratio de rentabilité des PME s'est également amélioré dans le secteur de la construction, à la suite des fortes baisses constatées au début de la décennie. Cette évolution résulte essentiellement du fait que les principaux postes de charges ont diminué, soit au même rythme que le produit brut (coût des matériaux) soit de façon plus prononcée (charges de personnel, dotation aux amortissements et intérêts et charges financières). En outre, plus que dans les autres secteurs de l'économie, le fait que de nombreuses entreprises en difficulté aient disparu des statistiques, comme en atteste le nombre élevé de faillites, tend à surestimer la rentabilité sous-jacente. De plus, leurs performances en matière de bénéfices (mesurées par la rentabilité brute d'exploitation des PME constituées en sociétés de capitaux) sont finalement restées médiocres, à 2 %, à la fin de la période sous revue. À première vue, cette observation s'applique également au commerce de détail, dont le ratio de rentabilité s'est établi juste

7 *La rentabilité nette d'exploitation, qui correspond au rapport entre le résultat après impôts et le chiffre d'affaires, n'est pas mentionnée dans le présent article dans la mesure où elle fournit peu d'informations dans le cas des PME. Les sociétés en nom collectif et les entreprises individuelles sont une forme juridique répandue parmi les PME ; l'impôt qui frappe leur résultat annuel relève de la « sphère privée » des entrepreneurs. Le montant de l'impôt sur les bénéfices ne figure pas au compte de résultat. L'analyse de la rentabilité nette d'exploitation peut être pertinente dans le cas, tout au plus, des PME constituées en sociétés de capitaux.*

8 *Le taux de marge brute d'exploitation (qui correspond à l'excédent brut d'exploitation en pourcentage du chiffre d'affaires) des entreprises manufacturières, qui est calculé par l'Office fédéral des statistiques pour les besoins des comptes nationaux, fait état d'un écart analogue entre les petites et les grandes entreprises.*

Compte de résultat des PME

(résultats extrapolés)

Poste	2004							
	PME	Par comparaison			PME	Par comparaison		
		Autres que des sociétés de capitaux	Sociétés de capitaux	Grandes entreprises		Autres que des sociétés de capitaux	Sociétés de capitaux	Grandes entreprises
	En % du produit brut				1997 = 100 [a]			
Produits								
Chiffre d'affaires	99,6	99,7	99,4	99,7	102,0	98,3	107,1	129,5
Production stockée [b]	0,4	0,3	0,6	0,3	82,2	77,9	85,1	7,8 [c]
Produit brut	100,0	100,0	100,0	100,0	101,9	98,2	107,0	130,0
Intérêts et produits assimilés	0,2	0,2	0,3	0,6	88,3	83,4	92,9	105,9
Autres produits [d]	3,8	3,8	3,7	4,5	114,6	118,2	110,3	126,4
dont :								
De participations	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,6*	*53,5*	*49,3*	*59,1*	*124,5*
Total produits	**104,0**	**104,0**	**104,0**	**105,0**	**102,3**	**98,8**	**107,0**	**129,7**
Charges								
Coût des équipements	53,9	52,7	55,4	68,4	98,8	95,7	103,0	137,5
Charges de personnel	23,2	21,7	25,1	14,4	100,5	94,5	108,1	114,2
Dotation aux amortissements	3,3	3,6	2,8	2,8	84,6	81,7	90,0	115,1
dont :								
Immobilisations corporelles [e]	*3,0*	*3,4*	*2,5*	*2,5*	*84,7*	*82,0*	*89,7*	*114,1*
Autres [f]	*0,3*	*0,2*	*0,3*	*0,3*	*84,2*	*77,6*	*92,3*	*124,1*
Intérêts et charges assimilées	1,4	1,7	1,0	0,9	75,6	74,7	77,5	139,8
Impôts d'exploitation	0,1	0,1	0,1	2,8	60,1	60,5	59,6	110,7
dont :								
Droits d'accise	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*2,7*	*54,8*	*70,2*	*38,4*	*119,4*
Autres charges [g]	17,0	17,2	16,7	12,8	116,3	115,1	118,1	122,9
Total des charges avant impôt sur les bénéfices	**98,9**	**97,1**	**101,1**	**102,1**	**100,8**	**97,1**	**105,6**	**130,3**
Résultat annuel avant impôts sur les bénéfices	5,1	6,8	2,9	2,9	144,6	131,6	205,5	111,2
Impôts sur les bénéfices [h]	0,9	0,7	1,1	0,8	119,2	121,4	117,4	124,1
Résultat annuel	**4,2**	**6,1**	**1,8**	**2,1**	**151,3**	**132,8**	**376,0**	**106,7**
	En % du CA							
Résultat annuel	4,2	6,1	1,8	2,1	.	.	.	.
Résultat annuel avant impôts sur les bénéfices	5,1	6,8	2,9	2,9	.	.	.	.
Intérêts nets payés	1,2	1,5	0,7	0,3	.	.	.	.

a) Calculés à partir de montants en valeur absolue
b) Y compris production immobilisée
c) En raison de valeur initiales négatives, évolution en milliards d'euros par rapport à 1997
d) Hors produit des transferts de bénéfice (société mère) et transferts de pertes (filiale)
e) Y compris amortissement et dépréciation d'immobilisations incorporelles
f) Essentiellement réductions de créances, titres et autres participations
g) Hors coût de transfert de pertes (société-mère) et de transfert de bénéfices (filiale)
h) En cas de partenariat et d'entreprise individuelle, uniquement l'impôt sur les bénéfices commerciaux

Source : Deutsche Bundesbank

au-dessus de 1,5 %. Ce qu'il faut également prendre en compte, cependant, à cet égard, c'est un taux de rotation élevé des marchandises en raison de la nature de l'activité, d'où résulte une faible valeur ajoutée par rapport au chiffre d'affaires. Le résultat brut des PME du secteur du commerce de gros a augmenté d'un peu moins de 50 % par rapport à 1997, cette progression étant intervenue, pour les deux tiers, en 2003 et 2004. Par rapport au chiffre d'affaires, les PME constituées en sociétés de capitaux de ce secteur ont enregistré une hausse de plus de 1 point de pourcentage de leur résultat, à 2,5 % dernièrement, soit une progression

Rentabilité brute d'exploitation et ratio de fonds propres des PME en 2004 par secteurs

Secteurs d'activité	Rentabilité (brute) d'exploitation				Ratio de fonds propres			
	PME			Par comparaison	PME			Par comparaison
		Autres que des sociétés de capitaux	Sociétés de capitaux	Grandes entreprises		Autres que des sociétés de capitaux	Sociétés de capitaux	Grandes entreprises
	Résultat annuel avant impôts (*en % du chiffre d'affaires*)				Fonds propres (*en % du total du bilan* [a])			
Ensemble des secteurs	**5,1**	**6,8**	**2,9**	**2,9**	**15,1**	**8,8**	**23,4**	**27,5**
Industrie manufacturière [b]	4,7	5,5	3,8	3,6	21,2	15,6	27,8	28,8
Construction	5,0	6,9	2,1	1,9	5,8	1,6	12,8	14,5
Commerce de gros	3,6	5,0	2,6	1,8	21,6	18,2	24,5	24,3
Commerce de détail [c]	4,1	5,1	1,7	1,7	6,5	2,6	16,4	24,9
Transports [d]	5,0	7,6	1,1	1,4	11,1	3,4	24,0	23,7
Services aux entreprises	10,1	16,3	4,0	4,8	13,7	3,3	23,2	26,5
	Variation en points de % depuis 1997							
Ensemble des secteurs	**1,5**	**1,7**	**1,4**	**- 0,5**	**9,2**	**7,8**	**10,1**	**2,6**
Industrie manufacturière [b]	1,0	1,0	1,2	- 1,1	9,4	8,1	10,0	1,7
Construction	2,1	2,6	1,2	2,0	6,5	7,0	6,3	2,3
Commerce de gros	1,3	1,6	1,2	0,4	10,0	8,4	10,9	4,4
Commerce de détail [c]	1,4	1,5	1,2	- 0,3	8,7	8,3	9,0	5,7
Transports [d]	2,4	2,3	2,2	1,1	3,2	4,1	4,1	- 0,7
Services aux entreprises	0,8	1,3	1,5	0,1	10,6	7,5	11,3	1,4

a) En données corrigées dans chaque cas
b) Y compris l'industrie minière
c) Y compris concessionnaires de véhicules automobiles et de motocyclettes
d) Hors transports ferroviaires
Source : Deutsche Bundesbank

beaucoup plus importante que dans le cas des grandes entreprises du secteur, qui ont affiché un résultat légèrement inférieur à 2 % en 2004.

Les PME spécialisées dans la fourniture de services aux entreprises ont également enregistré une forte hausse de leur résultat brut (40 %) durant la période analysée. L'un des facteurs clés de cette évolution a trait au fait que le coût des matériaux (qui comprend les biens et services intermédiaires et représentait près d'un tiers du produit brut en 2004) a augmenté de 23 %, c'est-à-dire beaucoup plus lentement que le chiffre d'affaires. La rentabilité brute d'exploitation des PME constituées en sociétés de capitaux de ce secteur est passée de son point bas, situé juste en deçà de 1 % en 2001, à 4 % en 2004. Cela signifie qu'elles enregistraient encore des résultats légèrement inférieurs à ceux des grandes entreprises, qui ont atteint un niveau proche de 5 %. Le pourcentage de croissance le plus élevé atteint entre 1997 et 2004 en termes de résultat concerne les PME du secteur des transports, avec 112 %. Bien que la rentabilité d'exploitation des entreprises de transports constituées en sociétés de capitaux se soit améliorée par rapport à son niveau initialement bas (– 1 %), elle demeure encore assez faible à la fin de la période sous revue (+ 1 %) et inférieure au chiffre correspondant pour les grandes entreprises (+ 1,5 %).

4| Évolutions de la structure financière

La faible croissance de l'activité des PME entre 1997 et 2004 a influencé les évolutions enregistrées au niveau de l'actif et du passif. De fait, le total du bilan s'est contracté de 1,5 % sur cette période, la légère augmentation constatée jusqu'en 2000 ayant été suivie d'une diminution qui s'est poursuivie jusqu'en 2004. Il convient de noter que le total du bilan des entreprises autres que des sociétés de capitaux a diminué de 6 % sur l'ensemble de la période sous revue tandis que celui des sociétés de capitaux a progressé de 5,5 %. En revanche, les actifs et le passif

des grandes entreprises ont augmenté de 38,5 %, en liaison avec la croissance soutenue des ventes. Les évolutions des bilans dans les différents secteurs de l'économie traduisent principalement l'expansion de l'activité. Dans le secteur manufacturier, les actifs et le passif des PME ont ainsi enregistré une augmentation relativement forte, de 10 % environ. En ce qui concerne les fournisseurs de services aux entreprises, la progression a même été plus marquée, atteignant 25 %. Dans le secteur de la construction, la diminution très prononcée des chantiers réalisés a entraîné une contraction de 30 % environ du total des actifs et du passif. Le total du bilan des PME a diminué de 2 % dans le commerce de détail et de 10 % dans le commerce de gros. Cette évolution est corroborée par les évolutions de l'activité dans ces deux secteurs, à savoir une légère accélération dans le commerce de détail et une contraction sensible dans le commerce de gros. Le secteur des transports constitue une exception ; en dépit d'une progression sensible du produit brut, les actifs et le passif de ce secteur n'étaient pas plus élevés en 2004 qu'en 1997.

En ce qui concerne l'actif, l'un des principaux facteurs à l'origine de la contraction du total du bilan des PME a été la diminution continuelle de l'encours des actifs non financiers, qui était inférieur de 6,5 % en 2004 à son niveau de 1997. Cette évolution a pour origine une nette diminution des stocks (15 %), tandis que les immobilisations corporelles (y compris les immobilisations incorporelles) augmentaient de 2,5 % [9]. Le recul des stocks concernait au premier chef le secteur de la construction, dont la forte contraction d'activité consécutive à la crise d'adaptation s'est traduite par une diminution de près d'un tiers des chantiers en cours figurant dans le bilan depuis 1999. Les stocks ont également été réduits dans les secteurs du commerce de gros et de détail, tout particulièrement en ce qui concerne les stocks de produits finis et de marchandises. La morosité de l'activité dans le secteur du commerce de gros et une gestion plus efficace des stocks dans le commerce de détail sont des éléments susceptibles d'expliquer cette évolution. La progression relativement faible des immobilisations corporelles a été due, notamment, à une tendance défavorable dans la construction et le commerce de gros, tandis qu'une croissance assez soutenue a été enregistrée dans les autres secteurs. Même si la formation brute de capital fixe a eu tendance à diminuer dans le secteur manufacturier, l'investissement net a été systématiquement positif, sauf en 2002 et 2003. La diminution des actifs non financiers des PME est allée de pair avec une progression de 5,5 % de leurs actifs financiers entre 1997 et 2004. Cette croissance a été alimentée principalement par une augmentation des disponibilités ainsi que par des investissements de portefeuille plus importants. L'un des motifs à l'origine de cette situation a pu être la constitution de réserves financières pour des projets d'investissements futurs ou pour renforcer leur marge de négociation avec les créanciers. En revanche, les créances à court et long termes ont diminué de 2,5 %. La contraction des créances clients a atteint 14,5 % par rapport au pic enregistré en 2000 et celle des dettes vis-à-vis des fournisseurs a été encore plus sensible. Dans les deux cas, cette évolution a probablement représenté une réaction au ralentissement économique et à l'augmentation du nombre de faillites, se traduisant par une propension plus faible à accorder des délais de règlement. Toutefois, la diminution des créances clients s'est accompagnée d'une forte progression des créances sur des sociétés affiliées. Dans l'ensemble, le poids relatif des actifs financiers a enregistré une progression tout juste inférieure à 3 points de pourcentage, ressortant à 44,5 %. Cela signifie toutefois que les PME accusaient un retard significatif par rapport aux grandes entreprises pour lesquelles les actifs financiers représentaient, à la fin de la période sous revue, 63,5 % du total des actifs. Cette différence s'explique en grande partie par le fait que dans le cas des grandes entreprises, les autres participations à long terme, qui représentaient 19 % en 2004, étaient nettement plus importantes que pour les PME (2,5 %). Avec une part s'établissant à 3,5 % en 2004, les titres de placement ont également joué un rôle plus important dans les bilans des grandes entreprises.

Les changements structurels affectant le passif dans les bilans des PME ont été encore plus marqués que ceux concernant l'actif. Dans ce contexte, la forte augmentation des fonds propres et la diminution des dettes sont particulièrement frappantes. Entre 1997 et 2004, les capitaux propres des PME ont augmenté de 150 %, soit nettement plus que dans le cas des grandes entreprises (53 %). Cette évolution a surtout été favorisée par le fait que parmi les PME, les entreprises

9 *La forte progression du crédit-bail au cours des dernières années laisse penser que les immobilisations corporelles utilisées ont augmenté de façon nettement plus marquée que ce qui apparaît dans les données de bilan. Cette situation est due au fait que la grande majorité des sociétés de crédit-bail, dans les bilans desquelles les machines et les équipements loués sont principalement enregistrés, sont classées dans le secteur bancaire qui ne figure pas dans les statistiques relatives aux états financiers des entreprises établies par la Deutsche Bundesbank.*

Bilan des PME

(résultats extrapolés)

Poste	2004							
	PME	Autres que des sociétés de capitaux	Sociétés de capitaux	Par comparaison Grandes entreprises	PME	Autres que des sociétés de capitaux	Sociétés de capitaux	Par comparaison Grandes entreprises
	En % du total du bilan				1997 = 100 a)			
Actif								
Immobilisations incorporelles	1,7	1,6	1,7	2,3	124,9	121,2	129,7	250,7
Immobilisations corporelles	28,8	34,0	21,9	18,2	101,3	99,9	104,1	125,8
Stocks	25,2	25,1	25,4	16,0	85,1	80,2	92,3	114,8
Actifs non financiers	55,7	60,8	49,1	36,5	93,7	91,1	98,3	124,5
Disponibilités	8,9	7,8	10,5	5,7	133,7	122,4	146,6	148,9
Créances	31,2	27,9	35,5	34,9	97,7	92,6	103,5	141,5
dont :								
Créances clients	*17,5*	*15,9*	*19,6*	*10,7*	*89,3*	*84,8*	*94,6*	*115,0*
Créances sur des sociétés affiliées	*7,9*	*7,0*	*9,1*	*19,2*	*117,4*	*111,4*	*124,1*	*164,0*
Valeurs mobilières	0,9	0,6	1,4	3,7	188,3	157,5	211,0	132,0
Autres								
Participations b)	2,3	2,1	2,7	18,8	117,0	99,5	141,8	164,1
Charges constatées d'avance	0,9	0,9	0,8	0,3	108,1	106,7	110,4	170,0
Actifs financiers	44,3	39,2	50,9	63,5	105,6	98,6	113,7	147,7
Total des actifs c)	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**98,7**	**93,9**	**105,6**	**138,3**
Passif								
Capitaux propres c)	15,1	8,8	23,4	27,5	249,6	850,8	185,4	152,8
Dettes	73,4	81,7	62,7	47,9	85,8	83,9	89,3	138,7
dont :								
Auprès des banques	*30,4*	*38,9*	*19,5*	*7,4*	*81,7*	*81,8*	*81,5*	*118,9*
Fournisseurs	*13,7*	*13,6*	*13,8*	*8,8*	*76,7*	*72,8*	*82,2*	*117,0*
Auprès des sociétés affiliées	*12,6*	*12,8*	*12,4*	*20,5*	*102,4*	*101,8*	*103,2*	*186,0*
Avances et acomptes reçus sur commandes en cours	*6,2*	*5,8*	*6,8*	*4,5*	*86,3*	*80,9*	*93,1*	*107,4*
Provisions d)	11,0	9,2	13,4	24,3	117,1	118,0	116,2	123,7
dont :								
Provisions pour retraites	*3,1*	*1,6*	*4,9*	*11,1*	*112,2*	*108,7*	*113,7*	*125,5*
Produits constatés d'avance	0,4	0,3	0,5	0,4	140,8	131,5	148,2	192,5
Dettes et provisions	84,9	91,2	76,6	72,5	89,1	86,5	93,3	133,5
Total du passif c)	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**98,7**	**93,9**	**105,6**	**138,3**
Pour mémoire :								
Chiffre d'affaires	191,5	189,8	193,7	165,7	102,0	98,3	107,1	129,5

a) Calculé à partir de montants en valeur absolue
b) Y compris actions des sociétés affiliées
c) Moins ajustement des capitaux propres
d) Y compris la moitié de la réserve spéciale pour impôts déductibles

Source : Deutsche Bundesbank

autres que des sociétés de capitaux ont nettement amélioré leurs niveaux de fonds propres qui étaient souvent faibles dans les années quatre-vingt-dix. Outre des bénéfices substantiels, cette évolution a pu résulter d'une certaine pression exercée par les banques pour faire figurer plus d'actifs privés dans les bilans [10]. À l'évidence, en liaison avec la mise en œuvre de Bâle II, les banques, mais également les entreprises,

10 *En comptabilité, le propriétaire ou associé dispose d'une certaine latitude en ce qui concerne l'enregistrement des actifs comme actifs privés ou actifs de l'entreprise. Pour des raisons fiscales, il est par conséquent plus intéressant d'enregistrer, par exemple, les actifs financiers et immobiliers comme des actifs privés, en raison du régime plus favorable appliqué aux plus-values provenant des ventes. Toutefois, la responsabilité des propriétaires d'entreprises individuelles et de certains associés de sociétés en nom collectif s'étend en fin de compte également à leurs actifs privés qui n'apparaissent pas dans le bilan. De plus, ils apportent souvent certains de leurs actifs privés en garantie pour obtenir des crédits destinés à l'entreprise. À l'inverse, le fait que les intérêts payés sur les prêts bancaires soient déductibles des impôts constitue une incitation à enregistrer les prêts dans les comptes de l'entreprise. Les bilans des entreprises autres que des sociétés de capitaux présentent par conséquent souvent leur situation financière réelle de manière exagérément défavorable.*

sont devenues plus conscientes des risques. Les PME, elles aussi, semblent avoir admis la nécessité de détenir des fonds propres supplémentaires en raison des évolutions de l'environnement en matière de financement et font des efforts pour améliorer leur structure financière. Les capitaux propres des sociétés de capitaux ont également fortement augmenté au cours de la période sous revue (85,5 %). Outre l'amélioration de la rentabilité, cette évolution a sans aucun doute été favorisée par le fait qu'en 2001, le régime fiscal préférentiel appliqué à la distribution des bénéfices pour les sociétés de capitaux a été supprimé avec la mise en place d'un taux d'imposition sur les sociétés de capitaux uniforme de 25 % sur les bénéfices distribués et réinvestis. Rapportés au total du bilan, les capitaux propres des PME ont augmenté globalement de 9 points de pourcentage entre 1997 et 2004 pour s'établir à 15 %, ce ratio progressant de 8 points de pourcentage pour ressortir à 9 % dans le cas des entreprises autres que des sociétés de capitaux et de 10 points de pourcentage pour les sociétés de capitaux, atteignant ainsi 23,5 %. Des différences sectorielles importantes subsistent. En 2004, les capitaux propres représentaient, toutes formes juridiques confondues, 6 % du total du bilan dans la construction et 6,5 % dans le commerce de détail, ce ratio atteignant 21 % dans le secteur manufacturier et 21,5 % dans le commerce de gros. Il est frappant de constater que l'écart entre les PME et les grandes entreprises résulte principalement de la capitalisation toujours nettement plus faible des entreprises autres que des sociétés de capitaux, tandis que les ratios relatifs aux PME et aux grandes entreprises sont pratiquement aussi élevés (secteur manufacturier, commerce de gros et transport) ou seulement légèrement inférieurs (autres secteurs). Ces différences sont dues, en partie, au fait que dans le cas des entreprises individuelles et des sociétés en nom collectif, les prêts bancaires sont souvent couverts par des garanties qui, pour des raisons fiscales, sont considérées comme des actifs privés et n'apparaissent donc pas dans les bilans des entreprises. De plus, le système allemand des « *Hausbank* » (liens privilégiés banque-client) favorise particulièrement ces différences structurelles au niveau du financement des entreprises autres que des sociétés de capitaux. Le terme « *Hausbank* » est utilisé pour désigner un établissement de crédit qui établit une relation commerciale exclusive et à long terme avec certaines entreprises. Cette relation est fondée sur des échanges d'information approfondis et comporte une assurance implicite contre les déficits de liquidité et les fluctuations brutales des coûts de financement. Cette relation approfondie réduit les asymétries d'information entre l'emprunteur et le prêteur et permet ainsi à la banque de s'impliquer davantage [11]. En contrepartie de la forte augmentation des fonds propres, l'encours des dettes a nettement diminué. Les remboursements nets importants (18,5 %) des prêts bancaires à court et long termes intervenus depuis 1997 constituent l'une des principales explications de cette évolution. On a parfois pensé que le moindre recours au crédit bancaire résultait d'un comportement plus restrictif de la part des banques en matière de prêts en liaison avec la mise en application de Bâle II. Cependant, les études disponibles attribuent principalement cette situation à une diminution de la demande de crédit de la part des entreprises en raison de leur faible propension à investir [12]. Au total, les prêts bancaires représentaient 30,5 % du total du bilan en 2004, contre 37 % en 1997. Par ailleurs, à la suite du recul intervenu dans le secteur de la construction, on a observé une diminution des paiements reçus au titre des commandes et des dettes fournisseurs, tant en termes de montant que par rapport au total du bilan. En revanche, les dettes auprès des sociétés affiliées ont légèrement augmenté. Les provisions des PME ont augmenté de 17 % au cours de la période sous revue, dépassant ainsi tout juste 10 % du passif. Toutefois, cette proportion demeure relativement faible comparée aux grandes entreprises pour lesquelles la part des provisions dans le bilan représente 24,5 %, principalement en raison de l'importance des provisions pour retraites qui ont de nouveau fortement augmenté au cours des dernières années.

11 Cf. Deutsche Bundesbank (2002 et 2005b)
12 Cf. Bundesverband Deutscher Banken (2005)

En Allemagne, la rentabilité des PME et leur situation financière se sont nettement améliorées entre 1997 et 2004. Cette situation est remarquable dans la mesure où la relative atonie de la demande intérieure durant l'essentiel de la période sous revue signifiait que le contexte économique général était plutôt défavorable pour les PME, qui sont généralement moins tournées vers l'exportation. Dans cette situation difficile, celles-ci se sont attachées, en tout premier lieu, à se restructurer avec pour objectif la réduction des coûts. L'écart substantiel qui existait dans les années quatre-vingt-dix entre les PME et les grandes entreprises en termes de rentabilité et de financement s'est, depuis, considérablement réduit. Au sein des PME, cela est particulièrement vrai pour les sociétés de capitaux dont les comptes annuels peuvent, pour différentes raisons, être plus aisément comparés avec ceux des grandes entreprises que ceux des entreprises autres que des sociétés de capitaux. Dans le cadre de cette analyse, il convient également de garder à l'esprit que de nombreuses PME présentant des performances économiques très faibles ont disparu du marché au cours de la période sous revue et ne sont donc plus prises en compte dans les statistiques. En 2005, la rentabilité brute d'exploitation des entreprises a de nouveau fortement augmenté. Cette évolution s'est accompagnée d'une nouvelle amélioration du niveau de leurs fonds propres. Les PME (pour lesquelles on ne dispose pas actuellement de ventilation statistique distincte pour 2005) en ont certainement bénéficié, comme le montre le fait que la demande intérieure soit devenue le principal contributeur de la croissance en Allemagne, après les exportations.

La soutenabilité de cette amélioration de la rentabilité et de la situation financière n'étant pour l'instant aucunement garantie, des mesures économiques demeurent nécessaires. Celles-ci incluent, en premier lieu, un régime fiscal favorisant la performance pour les entreprises et de nouvelles mesures permettant d'accroître la flexibilité du marché du travail. Comparativement, l'adoption de mesures spécifiques en faveur des PME se révélerait moins efficace. En effet, ces mesures risquent d'intensifier les distorsions entre les PME et les grandes entreprises et de faire peser des tensions supplémentaires sur les finances publiques allemandes.

Bibliographie

Angele (J.) et von Karmainski (S.) (2006)
« *Insolvenzen 2005* », *Wirtschaft und Statistik*, p. 351-359, avril

Bundesverband Deutscher Banken (2005)
« *Mittelstandsfinanzierung – Partnerschaftliche, Zusammenarbeit von Unternehmen und Banken* », Berlin

Deutsche Bundesbank (2002)
« *Geldpolitik und Investitionsverhalten – eine empirische Untersuchung* », *Monatsbericht*, p. 41-47, juillet

Deutsche Bundesbank (2003)
« *Zur wirtschaftlichen Situation kleiner und mittlerer Unternehmen in Deutschland* », *Monatsbericht*, p. 29-55, octobre

Deutsche Bundesbank (2005a)
« *Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen — eine Untersuchung auf neuer Datenbasis* », *Monatsbericht*, p. 33-71, octobre

Deutsche Bundesbank (2005b)
« *Bankenwettbewerb und Stabilität des Finanzsystems* », *Finanzstabilitätsbericht*

Deutsche Bundesbank (2006a)
« *Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2004* », *Monatsbericht*, p. 55-79, juin

Deutsche Bundesbank (2006b)
« *Zur wirtschaftlichen Situation kleiner und mittlerer Unternehmen seit 1997* », *Monatsbericht*, p. 35-66, décembre

Direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE) (2006)
« Structure et comportement des entreprises françaises à l'exportation », dans *Diagnostic prévisions et analyses économiques,* n° 102, mars

Hennchen (O.) (2006)
« *Strukturdaten zum Verarbeitenden Gewerbe* », *Wirtschaft und Statistik*, p. 734-746, juillet

Mieux connaître les petites et moyennes entreprises

Henry SAVAJOL
Direction des Études
OSEO

L'Observatoire des PME, créé par OSEO en 2003, a pour objectif de développer la connaissance sur les petites et moyennes entreprises. Son activité, fruit des partenariats avec les différents organismes qui partagent cet objectif – au premier rang desquels la direction des Entreprises de la Banque de France – se traduit notamment par la publication d'un rapport annuel sur l'état des PME et d'une collection d'ouvrages thématiques intitulée « Regards sur les PME ».

Les développements qui suivent sont tirés des différents ouvrages publiés par l'Observatoire des PME ces dernières années [1].

Mots-clés : PME et TPE, financement des PME, innovation, croissance, accès aux marchés de capitaux, gestion d'entreprise, conseil aux entreprises

Codes JEL : G32, L11, L22, L26, M13, O33

1 *Cf. liste en annexe. Disponibles en téléchargement sur le site Internet* www.oseo.fr *ou en vente à la Documentation française*

1| Qu'est-ce qu'une PME ?

Poser cette question c'est ouvrir un vaste débat. Où se situe la frontière entre PME et grandes entreprises ? Où est le seuil qui détermine des organisations spécifiques ? Quels critères quantitatifs faut-il prendre en compte [2] : les effectifs, le chiffre d'affaires, le total du bilan ? Comment mesurer l'indépendance… ? Toutes ces interrogations sont bien évidemment pertinentes et il ne manque pas de travaux de chercheurs sur ce thème [3]. Aussi ne sera évoquée ici que la dimension « diversité » du monde des PME.

En effet, et indépendamment du seuil supérieur que l'on adopte pour les définir, les PME constituent un univers extrêmement diversifié, multiforme, difficile à appréhender dans sa globalité. Pour illustrer cette hétérogénéité, il suffit de rappeler que coexistent sous l'appellation PME, médecins, boulangers, artisans du BTP, sociétés de services informatiques, entreprises de mécanique, hôteliers, garagistes, blanchisseurs…

Diversité sectorielle donc (notons que les entreprises industrielles ne représentent plus qu'environ 10 % du nombre des entreprises françaises), diversité de formes juridiques (moins de la moitié des entreprises sont sous forme sociétale), diversité de statuts (un tiers des entreprises relèvent de l'artisanat et un cinquième sont des professions libérales), diversité de régimes fiscaux, diversités de stratégie (certaines entreprises n'ont pas vocation à grandir ou certains dirigeants ne souhaitent pas développer leur entreprise), diversité de conditions d'accès au métier (cf. *infra* le paragraphe consacrée à la création d'entreprise), démographie très vive (plus de 10 % du stock d'entreprises se renouvelle chaque année), autant de raisons qui forcent celui qui étudie les PME à adopter une approche pragmatique et à multiplier les « regards » sur ces entreprises plutôt qu'à en chercher à tout prix une vision globale forcément réductrice. À défaut de pouvoir faire un portrait unique et exhaustif des PME, assemblons progressivement les pièces d'un puzzle.

2| Le dirigeant

Premières pièces du « puzzle PME », celles qui concernent les dirigeants. Tous ceux qui travaillent avec les PME connaissent l'importance du facteur humain dans ces structures.

2,6 millions d'hommes et de femmes dirigent actuellement une petite ou moyenne entreprise. Qui sont-ils ? Comment organisent-ils leur vie au quotidien ? Quelle est leur implication dans leur environnement ? Autant de questions que l'Observatoire des PME a souhaité analyser à partir d'une enquête auprès de 1 002 dirigeants de PME de 3 à 249 salariés [4]. Ont été délibérément écartés du champ de cette étude les créateurs, qui ont été le sujet d'autres travaux spécifiques, pour s'intéresser uniquement aux dirigeants ayant acquis une certaine maturité dans leur métier (au moins 3 ans d'ancienneté et au moins 3 salariés). Une analyse des principaux résultats en a été faite.

2|1 Profil et parcours

Caractéristiques socio-démographiques

Les caractéristiques socio-démographiques des dirigeants sont différentes de celles de la population active dans son ensemble, à la fois par l'âge, la représentation des femmes, ou le niveau de diplôme.

Les dirigeants de PME sont en majorité des hommes : dans l'échantillon de l'enquête, seule une entreprise sur cinq est dirigée par une femme, et leurs entreprises sont plus souvent de très petites entreprises : 27 % de dirigeantes dans les entreprises de 3 à 9 salariés. À l'inverse on trouve très peu de femmes à la tête d'entreprises de plus de 50 salariés : seulement 8 %.

Une moyenne d'âge plus élevée que la population active : 47 % de la population active occupée [5] a moins de 40 ans, alors que seulement 22 % des dirigeants ont moins de 40 ans. 44 % des dirigeants ont plus de 50 ans. Les dirigeants cessent également leur activité plus tard, puisque 9 % des dirigeants ont plus de 60 ans (seulement 2 % de la population active occupée).

Des dirigeants diplômés : deux tiers des dirigeants de PME de 50 à 249 salariés sont diplômés de l'enseignement supérieur. Ils sont beaucoup moins nombreux à l'être dans les PME de 3 à 9 salariés.

2 *En réalité les définitions qui se sont imposées ont été déterminées avec beaucoup de pragmatisme, essentiellement en fonction de la disponibilité de critères statistiques. Cf. OSEO (2003) : « PME, clés de lecture : définitions, dénombrement, typologie », « Regards sur les PME n° 1 », janvier*
3 *Pour un recensement de ces travaux, cf. OSEO (2007) : « La recherche académique française en PME : les thèses, les revues, les réseaux », « Regards sur les PME » n° 14, juillet*
4 *OSEO (2006) : « Dirigeants de PME : au-delà du métier, la vie au quotidien », « Regards sur les PME » n° 12, juin*
5 *La population active occupée correspond à la population en âge de travailler (18-65ans) occupant un emploi salarié ou non.*

Une prédominance des formations techniques : plus du tiers (35 %) des dirigeants ont une formation technique. Les formations de type gestionnaire (gestion, comptabilité, finance, banque) ne représentent que 16 % de l'ensemble. Dans les entreprises de plus de 50 salariés, les formations techniques sont moins fréquentes puisqu'elles ne concernent que 26 % des dirigeants. Ils sont en revanche 17 % à avoir une formation commerciale, contre seulement 7 % dans les entreprises de 3 à 9 salariés. Ils sont également plus nombreux dans les PME les plus grandes à avoir une formation de type gestionnaire.

Le parcours des dirigeants

L'accession à la direction de l'entreprise se fait pour moitié par création et pour moitié par reprise [6], mais la part des créateurs diminue avec la taille de l'entreprise : on trouve 54 % de dirigeants créateurs dans les entreprises de 3 à 9 salariés, pour seulement 32 % dans celles de 50 à 249 salariés.

Les dirigeants sont pour les deux tiers issus d'une PME. Un sur cinq vient d'une grande entreprise, et très peu d'entre eux travaillaient précédemment dans l'artisanat (5 %) ou en tant que professions libérales (2,5 %) ; seuls 3 % sont issus de la fonction publique.

Les dirigeants issus de PME, profession libérale ou artisanat :

• sont plus jeunes ;

• sont moins diplômés, 36 % n'ont pas le baccalauréat contre 13 % des dirigeants issus d'une grande entreprise ;

• occupaient des postes de niveau moins élevé : 38 % étaient employés/ouvriers (28 % pour les dirigeants issus d'une grande entreprise) ;

• dirigent plus souvent leur entreprise en famille (41,2 %).

Les dirigeants issus de grandes entreprises :

• sont plus âgés ;

• il s'agit plus souvent de repreneurs que de créateurs ;

• sont plus nombreux à avoir un diplôme de l'enseignement supérieur : 60 % ont un bac + 2 ou un bac + 4/5 (38 % des dirigeants issus d'une PME) ;

• 60 % d'entre eux occupaient un poste de cadre ou de cadre de direction (36 % des dirigeants issus d'une PME) ;

• parmi ceux qui n'ont pas créé leur entreprise (les repreneurs) très peu avaient un lien avec l'entreprise (ni transmission familiale, ni anciens salariés).

2|2 Le dirigeant dans son entreprise

La gestion et le rôle du conjoint

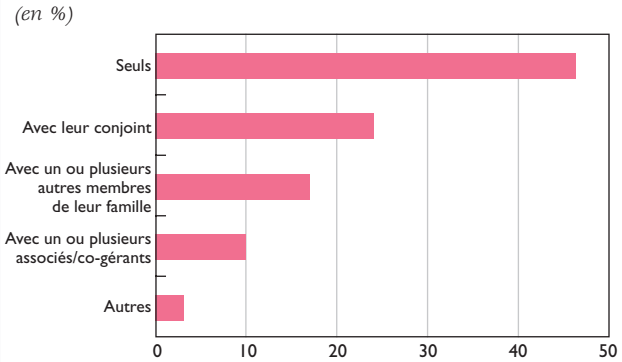
Près de la moitié des dirigeants gèrent seuls leur entreprise, un quart la gèrent avec le conjoint, 17 % avec un autre membre de la famille et 13 % avec des tiers.

Ainsi, lorsque le dirigeant ne gère pas seul, le plus souvent la gestion reste dans le cadre familial, ceci plus particulièrement dans les PME de petite taille.

On voit ici le rôle non négligeable du conjoint dans la gestion des PME notamment dans les plus petites d'entre elles. Ce constat avait déjà été fait dans une précédente enquête de l'Observatoire des PME consacrée aux pratiques bancaires des entreprises artisanales du bâtiment [7] : les résultats montraient que le conjoint du dirigeant était impliqué de manière essentielle dans la bonne marche de l'entreprise, en s'occupant souvent de la relation avec la banque, au moins pour ce qui concerne la gestion courante, en

Mode de gestion de l'entreprise

(en %)



6 *Le champ de l'enquête exclut les entreprises ayant moins de trois ans d'ancienneté.*
7 *OSEO (2005) : « Entreprises artisanales du bâtiment : pratiques bancaires et besoins de financement », « Regards sur les PME » n°7, juillet Enquête réalisée auprès de 800 entreprises du BTP de moins de 20 salariés*

assurant une permanence téléphonique et physique (accueil du client), le travail comptable et administratif (avant transmission au comptable) et en effectuant les relances téléphoniques. Au total, dans 41 % des entreprises artisanales du bâtiment, le dirigeant (homme ou femme) délègue en totalité à son conjoint l'ensemble des relations avec la banque, qu'elles soient spécifiques ou quotidiennes et, dans 15 % des autres cas, il les délègue en partie.

Les niveaux de hiérarchie

Si l'on constate assez logiquement que le nombre de niveaux hiérarchiques est croissant avec la taille de la PME, on observe qu'il est également lié à d'autres critères, notamment sectoriels (moins de niveaux hiérarchiques dans les secteurs des services). Les entreprises de 3 à 9 salariés ont pour la majorité au moins deux niveaux hiérarchiques. Dans les plus hiérarchisées d'entre elles, on trouve des dirigeants avec un niveau de diplôme plus élevé et plus souvent issus de grandes entreprises.

Deux tiers des entreprises de 10 à 49 salariés ont deux ou trois niveaux hiérarchiques.

Les entreprises de plus de 50 salariés ont généralement plus de trois niveaux hiérarchiques, près d'un tiers en ont quatre. Dans ces entreprises, les plus hiérarchisées ont des dirigeants qui se caractérisent par un temps de travail hebdomadaire supérieur à la moyenne, et un niveau de stress plus important.

Tâches importantes, tâches préférées et tâches déléguées

Près d'un dirigeant sur deux considère le développement commercial (relations clients incluses) comme l'activité la plus importante pour l'entreprise. Ils sont 40 % à préférer s'en occuper avant tout, et plus des trois-quarts à la citer dans les trois activités les plus importantes. On observe que cette importance attachée au commercial a tendance à décroître avec l'ancienneté de l'entreprise.

La gestion des ressources humaines n'arrive qu'en troisième position dans la liste des activités jugées les plus importantes pour l'entreprise, mais en deuxième dans la liste des tâches dont les dirigeants préfèrent s'occuper. Le terme de « gestion des ressources humaines » n'est d'ailleurs pas véritablement adapté à l'environnement des petites entreprises. Dans une autre enquête réalisée pour l'Observatoire des PME auprès d'entreprises de moins de 50 salariés [8], on a pu constater que les dirigeants de ces petites structures parlent plus volontiers de « relations humaines » pour désigner les liens qu'ils entretiennent avec leurs collaborateurs.

Responsabilités à l'extérieur de l'entreprise

37,5 % des dirigeants ont des responsabilités dans au moins un organisme externe à l'entreprise et ils y consacrent en moyenne 11 heures par mois.

Leur niveau d'implication dans la vie associative est élevé. 30 % d'entre eux ont des responsabilités dans une ou

Les activités importantes, préférées et déléguées

(en %)

	Les activités les plus importantes pour l'entreprise		Les tâches dont les dirigeants préfèrent s'occuper		Les tâches qu'ils délèguent habituellement	
	En premier	Au total [a)]	En premier	Au total [a)]	En premier	Au total [a)]
Le développement commercial	45	77	40	72	11	26
La production	26	45	12	26	12	30
La technique	6	24	8	22	9	23
La finance	4	22	6	27	4	15
La gestion du personnel	4	28	6	30	5	18
La recherche et développement	4	20	8	26	1	8
Les relations publiques	4	13	5	17	2	9
La comptabilité	3	24	6	20	33	57
Les relations fournisseurs	3	23	4	27	7	24
L'informatique	1	9	3	14	10	35

(a) Ensemble des citations : en premier, en deuxième et en troisième

8 *OSEO (2003) : « Gestion du personnel et de l'emploi dans les petites entreprises », « Regards sur les PME » n°3, octobre*
Enquête réalisée auprès de 1002 entreprises de moins de 50 salariés indépendantes ou appartenant à un groupe de moins de 250 salariés

plusieurs associations, alors que seuls 11 % [9] des français avaient des responsabilités dans la vie associative en 2004. À noter que 5,5 % des dirigeants sont élus locaux, avec des différences importantes selon le lieu où ils sont installés. Ainsi les dirigeants installés en zone rurale (moins de 2 000 habitants) sont 12 % à être élus locaux, 6,5 % dans les communes de 2 000 à 20 000 habitants et seulement 3,5 % dans celles de plus de 100 000 habitants.

2|3 La vie au quotidien

Le temps de travail

En moyenne, un dirigeant de PME travaille 56,5 heures par semaine (58 heures pour les hommes, 50 heures pour les femmes), et prend 20 jours de congés par an. Le temps de travail du dirigeant croît avec la taille de l'entreprise, 55 heures en moyenne par semaine dans les entreprises de 3 à 9 salariés et 57,5 heures en moyenne par semaine dans les PME de 10 à 249 salariés.

On observe toutefois des comportements différents chez les dirigeants récents (moins de six ans d'ancienneté et/ou moins de 35 ans). Toutes choses égales par ailleurs, leur temps de travail hebdomadaire est inférieur, et ils prennent un nombre de jours de congés plus élevé.

Un niveau de stress et de fatigue élevé

La moitié des dirigeants de PME se disent fatigués, et 60 % stressés. Il faut noter que le facteur stress contrairement au facteur fatigue n'a pas forcément une valeur négative, il peut être vu par un dirigeant de PME comme un élément stimulant. Néanmoins 39 % des dirigeants sont à la fois fatigués et stressés. À l'opposé, 29 % des dirigeants ne sont ni stressés, ni fatigués.

Plus de la moitié des dirigeants [10] (52 %) ne se considèrent pas disponibles pour la vie familiale, et 63 % ne disposent pas d'assez de temps pour les loisirs.

2|4 Profils de dirigeant(e)s de PME

Les profils de dirigeants proposés dans cette partie sont le résultat de travaux basés sur des méthodes d'analyses des données, et toutes les corrélations présentées sont statistiquement significatives.

Profil type de dirigeants selon les secteurs et la taille de l'entreprise

	Industrie et BTP (3 à 9 salariés)	Industrie (+10 salariés)	BTP (+10 salariés)	Petit commerce de détail	Commerce de détail (+10 salariés)	Commerce de gros	Hôtellerie-Restauration	Services aux entreprises	Services à la personne
Âge moyen	47	50,5	46	47	47	51,5	45	48	47
Origine professionnelle	Employé/ouvrier PME	Cadre, Ingénieur PME	Cadre, Ingénieur PME	Employé ouvrier PME	Employé ouvrier PME	Cadre Employé PME	Dirigeant Employé PME	Cadre Employé PME	Employé PME
Formation	Inférieure au Bac Technique	Bac +4/5 Technique	Bac/Bac +2 Technique BTP	Inférieure au Bac Technique	Bac/Bac +2 Commerce Vente	Bac +4/5 Généraliste	Inférieure au Bac Technique tourisme	Bac +4/5 Technique Scientifique	Inférieure au Bac Technique
Motivation	Indépendance Succession	Indépendance	Indépendance Pouvoir Responsabilité	Indépendance Succession	Indépendance	Indépendance	Indépendance	Indépendance	Goût, attirance pour le milieu entrepreneurial
Mode d'accession	Création	Création	Création	Création Transmission familiale	Création	Création	Création	Création	Création Rachat
Contexte familial	Seul	Seul	Seul	Seul	Seul	Seul	En couple	Seul	Seul Avec des associés
Temps de travail moyen hebdomadaire (en heures)	47	50	46	47	47	51	46	48	47
Nombre moyen de jours de congés annuels	20	18	21	19	19	20	22	19	22
Tâches préférées	Production	Commercial et technique	Commercial et technique	Commercial Relations fournisseurs	Commercial Gestion du personnel	Commercial Finance	Commercial Production	Commercial	Commercial Gestion du personnel
Stress/Fatigue	Stress + fatigue	Ni stress, ni fatigue	Stress + fatigue	Stress + fatigue	Stress + fatigue	Ni stress, ni fatigue	Stress	Stress + fatigue	Ni stress, ni fatigue
Visibilité sur l'avenir	Aucune	2 à 5 ans	2 ans	Aucune	2 à 5 ans	1 à 2 ans	Aucune	1 à 2 ans	1 à 2 ans

9 *Source : INSEE, « Enquête permanente sur les conditions de vie en 2004 »*
10 *Pourcentage sur la population des dirigeants vivant en couple et/ou ayant des enfants à charge*

3| Le développement de l'entreprise

Trois « regards » dans cette partie, sur des sujets qui conditionnent ou qui interfèrent avec la croissance des entreprises : l'innovation, l'utilisation des techniques de l'information et de la communication (TIC), et la prise en compte de la protection de l'environnement par les PME.

3|1 PME et innovation

L'innovation se met au point chez certains mais pour un très grand nombre elle s'acquiert auprès d'autrui ; elle s'impose naturellement et généralement sans douleur lorsqu'elle est incorporée dans les biens et services achetés mais aussi de façon plus tranchée, lorsqu'elle constitue un cap incontournable pour l'entreprise pour demeurer concurrentielle ; elle dépasse parfois la question d'appropriation technologique en impactant les processus d'organisation, de management voire la stratégie et les métiers des entreprises ; les méthodes d'innovation différent selon qu'il s'agit d'une PME, voire même d'une très petite entreprise, ou encore d'un grand groupe ; certaines PME sont dans un contexte stimulant voire contraignant de faire toujours mieux, tandis que d'autres ne voient pas l'utilité d'un tel changement… telle est la diversité des situations d'innovation auxquelles est confronté le monde des PME fortement hétérogène.

Dans ce contexte l'Observatoire des PME, en s'appuyant sur l'expérience d'OSEO innovation, a souhaité analyser ce thème [11] :

Selon les résultats de la quatrième enquête communautaire sur l'innovation (CIS4), près d'une entreprise française sur deux de plus de 10 et de moins de 250 salariés (indépendantes ou non d'un groupe) a innové au moins une fois entre 2002 et 2004 (innovation de produit, de procédé ou de marketing). Mais on constate que la propension à innover croît avec la taille et que la moitié des PME innovantes appartiennent à des groupes.

Si l'on veut aller au-delà de ces chiffres et approfondir la relation entre PME et innovation on ne peut que constater que le sujet est complexe à de nombreux égards.

Complexité d'abord par les deux composantes de la relation

Les PME : rien n'est plus hétérogène que la population de ces entreprises de 0 à 250 salariés. Contraintes ou atouts « physiques » (disponibilité humaine, surface financière, niveau des connaissances et compétences de la PME, réactivité…) ; vivacité de la concurrence, degré de concentration du marché, propension à innover des concurrents ; niveau de captivité de la demande ; degré d'ouverture du marché ; réglementation… autant de facteurs qui dans un cas sont propices à un comportement d'innovation chez la PME et dans l'autre correspondent à autant de freins.

L'innovation : nouveau produit, procédé ou service, changement organisationnel, commercial, financier, productif… voire les deux à la fois ; arbitrage entre risque financier et incertitude autour des résultats ; degré de nouveauté : incrémentale pour une PME, pas de géant pour une autre ; niveau de compétences : faire ou faire faire… autant de situations d'innovation que de combinaisons possibles.

Complexité ensuite dans la relation

Quelle que soit la combinaison des caractéristiques précédentes de la PME et de l'innovation, mettre au point une nouveauté ou acquérir un bien ou un service de qualité supérieure nécessite des efforts conséquents de détection des besoins et de recherche de solutions, d'appropriation de la nouveauté (compréhension technique), d'intégration (acceptation humaine des changements), d'apprentissage (processus de double ajustement de la nouveauté à l'entreprise et de l'innovation à la PME) et de formation.

Complexité de fait pour l'entrepreneur à franchir le pas

Beaucoup de chefs d'entreprise innovent de façon naturelle, le plus souvent de façon inconsciente ou non douloureuse, c'est bien connu. Cependant, lorsque l'innovation nécessite un réel engagement, *a fortiori* lorsqu'elle implique de prendre des risques, elle est alors perçue comme inaccessible par les PME qui n'ont pas l'habitude de porter des projets d'innovation d'une telle dimension. Il est alors indispensable de démythifier l'innovation en informant les chefs d'entreprise, en

11 OSEO (2006) : « PME et innovation technologique : pour une relation plus naturelle », « Regards sur les PME » n° 10, mai

les accompagnant dans la détection de leurs besoins et dans l'identification des compétences pour mener à bien leur projet. Il est également nécessaire de former les hommes, tout au long de leur vie professionnelle, aux évolutions de la technique, de la connaissance et d'éduquer les jeunes générations, de les sensibiliser pour éviter ce frein naturel à la nouveauté.

Complexité également pour le statisticien à déterminer la population des PME innovantes et leur degré d'innovation

L'innovation englobant des comportements qualitatifs dépassant la mise au point d'un objet ayant une valeur ajoutée identifiable par ce qu'il vaut sur le marché, elle en devient difficilement mesurable pour deux raisons : difficulté à trouver des critères d'évaluation pour les aspects qualitatifs et faible qualité des réponses des enquêtés lorsque les définitions sont trop denses.

3|2 PME et TIC

Pour comprendre une des facettes du processus d'innovation, l'Observatoire des PME a fait réaliser un focus sur les modalités d'intégration et, surtout, d'appropriation des TIC par les petites et moyennes entreprises de production [12].

Les principaux enseignements de cette étude sont les suivants.

Les PME sont équipées en outils et logiciels

Les petites et moyennes entreprises interrogées sont désormais équipées des outils informatiques principaux :

• elles sont quasiment toutes connectées à Internet et neuf sur dix utilisent la messagerie électronique ;

• huit sur dix ont un appareil photo numérique ;

• sept sur dix ont créé un site web ;

• une sur deux a mis en œuvre un intranet ou un dispositif d'informatique mobile.

Les applications informatiques sont utilisées dans toutes les fonctions de l'entreprise :

• Dans plus de huit entreprises sur dix, sont informatisés :

– en marketing, le traitement des commandes, la gestion des produits et des ventes ;
– en comptabilité finances, la gestion des comptes clients, la facturation, le grand livre, la gestion de la paie ;
– en logistique et production, la gestion des stocks.

• Dans trois à cinq entreprises sur dix, plusieurs applications sont en émergence forte :

– dessin et conception assistés par ordinateur, contrôle qualité et automates programmables en production ;
– gestion de la force de vente en marketing ;
– planification financière en comptabilité.

Mais ces équipements sont sous-utilisés

Si sept entreprises sur dix se sont dotées d'un site web, 40 % d'entre elles effectuent au mieux une mise à jour annuelle de leur site. Seule une sur trois pratique au moins une mise à jour mensuelle et en fait ainsi un véritable outil de communication avec ses clients et fournisseurs.

Si presque toutes traitent informatiquement leurs commandes clients, seule une sur trois fait du service ou de l'assistance clientèle.

Si elles sont nombreuses à utiliser des outils de gestion, seule une sur cinq a une vraie démarche globale de mise en relation dans un progiciel de gestion intégré.

Si deux entreprises sur trois ont désigné un responsable du système d'information, plus de la moitié d'entre eux n'accordent que 25 % de leur temps à la gestion de ce système.

Les résultats font apparaître que ces outils et logiciels sont plus orientés vers le « faire » que vers le « communiquer ». Il faut donc s'interroger sur les

12 *OSEO (2006) : « TIC et PME : de l'hésitation à la performance », « Regards sur les PME » n° 13, décembre*
Résultats d'une quarantaine d'entretiens approfondis et d'une enquête menée par questionnaire auprès de soixante-quinze PME indépendantes du secteur industriel

raisons de cet écart entre affichage et réalité dans l'utilisation des TIC et essayer de comprendre le processus qui conduit à leur mise en place.

L'investissement en TIC est source d'inquiétudes

Toute décision d'investissement est difficile. Celle qui concerne les TIC l'est peut-être encore plus que d'autres, car ce domaine ne fait pas encore partie du patrimoine de connaissances des chefs d'entreprise. C'est un jeu complexe qui s'exerce entre d'une part, les freins inhérents aux contraintes financières et aux inquiétudes nées de l'utilisation de technologies mal connues et, d'autre part, la dynamique que sous-tend une perception positive de leur emploi dans l'esprit du dirigeant. L'usage des TIC introduit des innovations et suppose une transformation culturelle qui doit être partagée dans l'entreprise. On constate d'ailleurs, dans les entretiens réalisés avec les dirigeants, que la présence de salariés porteurs de projet dans ce domaine facilite et renforce leur prise de décision.

« Bricolage » ou « stratégie » : des cheminements différents

Ces entretiens mettent également en lumière deux approches principales quant à l'intégration des TIC dans le fonctionnement de l'entreprise :

• premier cas de figure, poussés par leur environnement, qu'il s'agisse d'exigences de donneurs d'ordre ou d'exemples intéressants menés par leurs pairs, ils cherchent à adapter (parfois en bricolant) les TIC à leurs besoins ou à leurs contraintes ;

• ou alors, parce que leur formation ou leur état d'esprit les poussent vers cette voie, ils cherchent à utiliser les TIC pour redéfinir leur positionnement stratégique, leurs produits, leur organisation.

La première approche reste la plus fréquente : 42 % des entreprises interrogées limitent le rôle des applications informatisées à un suivi de la production et à un contrôle administratif, seules 27 % d'entre elles déclarent vouloir s'appuyer sur ces applications pour reconsidérer les processus de gestion, de production et d'échanges.

Le passage des PME vers la société de l'information est en cours. Environ un tiers d'entre elles sont déjà structurées pour s'y développer. La dynamique est enclenchée dans les autres, mais elle est complexe et suppose une réflexion sur l'organisation même de l'entreprise.

3|3 PME et environnement

Les dirigeants d'entreprise ne peuvent plus, aujourd'hui, envisager leur activité en ignorant les préoccupations environnementales. Pourtant, l'impression couramment partagée est que les PME resteraient en retrait sur ce sujet.

Or, selon les résultats d'une enquête réalisée pour l'Observatoire des PME [13], 70 % des responsables de PME considèrent la protection de l'environnement comme une préoccupation importante dans la gestion de leur entreprise. Ce chiffre témoigne d'une réelle prise en compte des enjeux, mais pas nécessairement de la mise en place de mesures concrètes. Ce chiffre très élevé peut s'expliquer par le fait que, la plupart du temps, une PME fait partie d'un environnement local. Son responsable est certes un chef d'entreprise mais aussi un riverain et un citoyen, il est même, comme nous l'avons vu, souvent impliqué dans des responsabilités locales.

Au-delà de cette appréciation générale, 48 % des responsables de PME reconnaissent que l'activité de leur entreprise les conduit à mener une réflexion sur les questions liées à l'environnement. Le critère de la taille est cependant très important car les très petites entreprises sont encore peu nombreuses à déclarer que leur activité les conduit à mener une réflexion sur l'environnement : par exemple, 70 % des moyennes industries (50 à 249 salariés) prennent en compte l'impact de leur activité contre seulement 36 % pour les très petites industries (moins de 10 salariés).

Trois grandes motivations à cette prise de conscience, loin devant toutes autres :

• la conviction personnelle, citée par 91 % des dirigeants ;

• l'adaptation à la réglementation en vigueur, citée par 85 % des dirigeants ;

• l'amélioration de l'image de l'entreprise, citée par 81 % des dirigeants.

13 OSEO (2003) : « Les PME et l'environnement : enjeux et opportunités », « Regards sur les PME » n°4, octobre
Enquête réalisée auprès de 1 080 entreprises de 1 à 250 salariés, indépendantes ou appartenant à un groupe de moins de 250 salariés

Actions liées à l'environnement réalisées ou en cours

(en %)

Recyclage ou valorisation des déchets	76,2
Mesures destinées à réduire la consommation d'énergie	54,7
Politique d'achat compatible avec le respect de l'environnement	58,8
Développement de produits respectueux de l'environnement	57,4
Mesures destinées à réduire les pollutions liées à votre activité	58,1
Rationalisation de l'utilisation de l'eau	44,4
Achat de véhicules moins polluants	23,5
Utilisation et/ou production d'énergies renouvelables	14,0
Mise en place d'un système de management environnemental	17,2

Concernant la réglementation, 80 % des dirigeants de PME se disent favorables à un renforcement de la législation, mais ils souhaitent plus de lisibilité et un meilleur accès aux aides existantes. On constate ainsi un décalage entre la volonté des chefs d'entreprise de s'engager en faveur de l'environnement et un déficit d'information sur les règles et les systèmes d'appui en vigueur.

Si l'on s'intéresse aux 48 % d'entreprises dont l'activité conduit à mener une réflexion sur les questions liées à l'environnement, on constate que l'action la plus développée concerne le recyclage ou la valorisation de déchets (76 % des entreprises), suivie dans plus d'une entreprise sur deux par d'autres actions plus diversifiées (tableau ci-dessus).

Il est à noter qu'au-delà de simples actions ponctuelles, près d'une entreprise sur deux a entrepris une démarche globale d'intégration de l'environnement.

4| La création d'entreprise

Les enjeux économiques de la création d'entreprise justifient un regard particulier sur ce thème.

4|1 L'accès aux métiers

Le développement de l'entrepreneuriat est, depuis de nombreuses années, un des objectifs majeurs des politiques menées par les pouvoirs publics. De nombreuses mesures (aides, financements, simplification administrative, etc.) ont été prises pour favoriser la création d'entreprise et des efforts ont été réalisés pour développer un contexte favorable à l'esprit d'entreprise.

Ainsi, depuis quelques années, le nombre d'entreprises nouvelles augmente régulièrement et très significativement. Mais certains auteurs [14] font valoir que demeurent encore des barrières ou des freins à la création, notamment par la réglementation de l'accès à certaines professions.

Pour éclairer ce débat, l'Observatoire des PME a cherché à recenser d'une part les diverses formalités, règles, normes, etc. qui s'appliquaient et, d'autre part, les métiers ou activités soumis à ces formalités [15].

Ces travaux ont permis d'identifier plus de deux cents métiers ou activités soumis à des conditions à l'entrée et de proposer une typologie en trois catégories des différentes règles applicables :

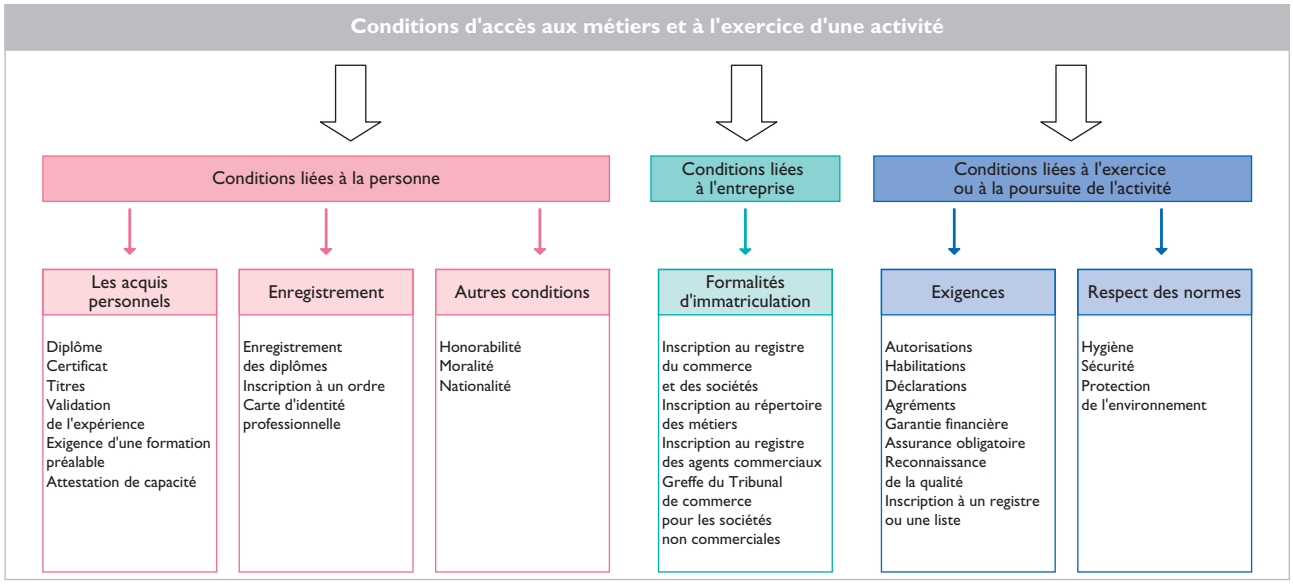
- les conditions liées à la personne (chef d'entreprise) ;
- les conditions liées à l'entreprise ;
- les conditions liées à l'exercice ou à la poursuite de l'activité.

Elles-mêmes détaillées en plusieurs sous-catégories dans le schéma ci-après.

Bien évidemment, il ne faut pas voir systématiquement dans cette réglementation un aspect de «malthusianisme », de frein à la création d'entreprise. L'objectif de la réglementation concerne quelquefois le maintien de l'ordre public mais aussi, souvent, la protection et la sécurité du consommateur, voire la protection et la sécurité de l'employeur lui-même. Son utilité est difficilement contestable. Toutefois, la multiplication des textes ne facilite pas la lisibilité des dispositifs et représente un coût qui pénalise des créateurs.

14 *Rapport de Michel CAMDESSUS intitulé « Le sursaut vers une nouvelle croissance pour la France » ; rapport de Pierre CAHUC et Francis KRAMARZ intitulé « De la précarité à la mobilité vers une sécurité sociale professionnelle »*

15 *OSEO (2005) : « L'accès aux métiers et à l'exercice d'activités dans les PME », « Regards sur les PME » n°9, novembre*



4|2 La nécessité de l'accompagnement

L'acte de création d'une entreprise implique la mise en jeu dans une période de temps limitée d'une large palette de compétences, juridiques, techniques, financières… que peu de créateurs maîtrisent en totalité. Face à ce défi, le porteur de projet peut s'appuyer sur une offre de conseil ou d'appui désormais importante, qu'il s'agisse de l'entourage familial ou professionnel, ou de structures professionnelles dédiées ou non à la création d'entreprise.

L'Observatoire des PME a souhaité mesurer la fréquence et l'utilité du recours à l'accompagnement par les créateurs. Deux enquêtes successives ont été menées auprès d'un même panel représentatif d'entreprises créées en 2001, interrogées une première fois en 2002 et une seconde fois en 2005 [16].

Ces enquêtes révèlent que :

Un tiers des créateurs ne sollicitent aucun appui pour créer, un tiers un seul et un tiers plusieurs ; or l'on sait que c'est la capitalisation d'une succession d'appuis et de temps passé en appui qui renforcent fortement la pérennité des entreprises.

Les créateurs sollicitent, en termes d'appuis, plus leur entourage, leur famille et leur expert-comptable, moins les professionnels du conseil qu'ils soient des secteurs marchands, parapublics ou publics.

Au final, peu de créateurs sollicitent des structures dédiées à la création (11 % pour les Chambres de Commerce et d'Industrie, 10 % pour les Chambres de Métiers, 7 % pour les structures d'appui au financement, 4 % pour les structures d'appui à la gestion, …). Les raisons mises en avant sont notamment de l'ordre de la non connaissance de ces appuis, et, pour résumer, de la difficulté pour le créateur à identifier la structure adaptée à son type de projet ; sans doute faut-il ajouter la faible conscience de l'utilité d'être aidé.

En ce qui concerne les créateurs qui ont fait appel à des structures d'appui dédiées à la création d'entreprise, quatre types d'appui sont demandés et ce en ordre décroissant :

- les appuis pour cadrer le projet : information/orientation, démarches administratives et conseil au montage (58 % à 62 % des demandes d'appui) ;

- les appuis pour valider le projet : conseil en gestion, conseil juridique, fiscal ou social et en financement (47 % à 51 % des demandes) ;

- les appuis pour passer du projet à la création : formation, apports financiers en fonds propres, conseil

16 *OSEO (2003) : « PME : l'appui à la création ; point de vue du créateur », « Regards sur les PME » n°2, janvier et OSEO (2006) « L'appui à la création : trois ans après », « Regards sur les PME » n°11, mai*
Enquête réalisée auprès de 1 537 entreprises créées en 2001

en commercialisation et communication (32 % à 42 % des demandes) ;

• les appuis pour affiner le démarrage de l'entreprise : parrainage, garanties et cautionnements, hébergement, innovation, export (7 % à 18 % des demandes).

L'analyse des informations recueillies en 2005 lors de la deuxième enquête permet de conclure à un impact positif et lisible dans la durée de l'appui à la création.

Cet impact est significatif et concerne aussi bien la pérennité de l'entreprise, son rythme de développement, sa rentabilité, que sa capacité à créer de l'emploi.

Mais, par ailleurs, les chefs d'entreprise formulent des attentes fortes par rapport à un accompagnement de la jeune entreprise au-delà de la phase de création. Ils sont très critiques par rapport à l'offre qui ne correspond pas suffisamment à leurs attentes. Ces attentes sont de deux ordres et portent à la fois sur un accompagnement managérial très opérationnel dans la conduite de leur entreprise et sur la possibilité d'échanges entre « pairs » sur leur vie en tant que chef d'entreprise.

Il ne semble pas exister de réponses satisfaisantes à ces besoins, même quand les chefs d'entreprise identifient des sources d'information sur certaines thématiques.

Ainsi, dans le domaine financier, si l'expert-comptable apparaît comme la principale source d'information des dirigeants (citée par la moitié d'entre eux), les banques ne sont citées que dans un cas sur trois. Ce modeste positionnement de la profession bancaire montre que des progrès restent possibles dans la relation banque–entreprise.

Annexe

Liste des ouvrages publiés dans la collection « Regards sur les PME »

N°	Titre	Date de publication
1	PME : clés de lecture ; définitions, dénombrement, typologies	janvier 2003
2	PME : l'appui à la création : point de vue du créateur	janvier 2003
3	Gestion du personnel et de l'emploi dans les petites entreprises	octobre 2003
4	Les PME et l'environnement : enjeux et opportunités	octobre 2003
5	PME et marchés publics	juin 2004
6	Connaissance de l'entreprise par les élèves (collège et lycée)	juin 2004
7	Entreprises artisanales du bâtiment : pratiques bancaires et besoins de financement	juillet 2005
8	Dirigeant de PME, un métier ?	septembre 2005
9	L'accès aux métiers et à l'exercice d'activités dans les PME	novembre 2005
10	PME et innovation technologique : pour une relation plus naturelle	mai 2006
11	L'appui à la création trois ans après	mai 2006
12	Dirigeants de PME : au-delà du métier, la vie au quotidien	juin 2006
13	TIC et PME : de l'hésitation à la performance	décembre 2006
14	La recherche académique française en PME : les thèses, les revues, les réseaux	juillet 2007

Contribution des PME à la croissance

Revue de la littérature

Delphine IRAC

Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision

Service d'Études et de Prévision

Les petites et moyennes entreprises (PME) sont souvent mises en avant comme des facteurs d'amélioration de la compétitivité, de dynamisme de l'innovation et de diminution du chômage [1]. En effet, la disparition des établissements anciens et inefficaces et la création d'établissements nouveaux constituent le processus de destruction créatrice qui est au cœur du capitalisme ainsi que le définit Joseph Schumpeter en 1942 dans « Capitalisme, socialisme et démocratie *». Ce processus de destruction créatrice continue régénère en permanence la structure économique et est un facteur clef de croissance. Cependant, si ce processus apparaît fonctionner de manière similaire en Europe et aux États-Unis pour ce qui est du taux d'entrée et sortie, la dynamique des entreprises nouvellement créées s'avère très différente entre les deux zones. Ainsi que le mettent en évidence Bartelsman, Scarpetta et Schivardi (2003), les entreprises américaines nouvellement créées sont de plus petites tailles que leurs homologues européennes à la création mais se développent beaucoup plus vite, atteignant une taille moyenne bien supérieure. Au sein de l'Europe, la France, qui s'est longtemps focalisée sur ses champions nationaux, est, selon un diagnostic qui fait la quasi-unanimité au sein des économistes, un des pays où ce symptôme est le plus flagrant : en 2002, elle ne compte que 14 % d'entreprises entre 10 et 49 salariés et 3,4 % entre 50 et 249 salariés, contre respectivement 27,3 % et 8,4 % en Allemagne [2]. Et si la création d'entreprises est au cœur des réformes annoncées par les différents gouvernements, environ la moitié des entreprises nouvellement créées ont une espérance de vie de quelques mois seulement et parmi celles qui sont pérennes, beaucoup ne parviennent pas à grandir suffisamment pour embaucher et dépasser le seuil de 3 salariés.*

Mots-clés : PME, taille de l'entreprise, concentration, entrée-sortie

Codes JEL : L1, O4

1 *Cf. notamment les récents rapports* "Doing business" *de la Banque mondiale (1994, 2002, 2004)*

2 *Source : OCDE (2005) :* "Statistics on enterprises by size class (SEC) database"

Si les PME ne se caractérisent par aucune définition unique [3], une recommandation de la Commission européenne du 6 mai 2003 (2003/361/CE) propose de distinguer en leur sein micro, petites et moyennes entreprises, en fonction de leur effectif et de leur chiffre d'affaires ou de leur bilan total annuel.

Une moyenne entreprise est définie comme une entreprise dont l'effectif est inférieur à 250 personnes et dont le chiffre d'affaires n'excède pas 50 millions d'euros ou dont le total du bilan annuel n'excède pas 43 millions d'euros.

Une petite entreprise est définie comme une entreprise dont l'effectif est inférieur à 50 personnes et dont le chiffre d'affaires ou le total du bilan annuel n'excède pas 10 millions d'euros.

Une micro-entreprise est définie comme une entreprise dont l'effectif est inférieur à 10 personnes et dont le chiffre d'affaires ou le total du bilan annuel n'excède pas 2 millions d'euros.

En retenant cette définition, la France en 2005 comptait 2,4 millions de PME représentant 99,8 % du nombre total d'entreprises (hors agriculture, services financiers et services publics), 53,2 % de la valeur ajoutée (VA), 63,1 % de l'emploi mais seulement 23,2 % des exportations (données INSEE, calculs OCDE). Les micro-entreprises représentent 92,5 % des entreprises, 21,1 % de la VA, 63,9 % de l'emploi et 5,5 % des exportations. L'absence de cohérence dans la définition des PME (l'Allemagne et les États-Unis retiennent généralement la fourchette 0 à 500 employés) rend malaisées les comparaisons internationales. Toutefois, le tableau d'ensemble pour les différents pays de l'OCDE apparaît relativement similaire ; ainsi les PME allemandes représentent 99,7 % de toutes les entreprises, 70 % de l'emploi total et 80 % des contrats d'apprentissage. De plus, outre le fait que les PME représentent le plus grand stock d'emplois dans les pays de l'OCDE, ainsi que ces chiffres l'illustrent, elles sont aussi réputées être massivement à l'origine d'emplois nouveaux.

1| Distribution de la taille des entreprises

1|1 Hétérogénéité et retour à la moyenne

L'étude de la croissance et de la taille optimale de la firme est un sujet classique en économie. L'économiste français Robert Gibrat (1904-1980) a énoncé une loi, dite loi de Gibrat, maintes fois testée dans les études empiriques (cf. pour les papiers fondateurs Mansfield, 1962 ; Jovanovic, 1982) et stipulant que le taux de croissance d'une firme est indépendant de sa taille initiale. Cette loi semble en fait être plutôt rejetée empiriquement : conditionnellement à leur survie, les petits établissements croissent plus vite que les grands et le taux net des sorties diminue avec la taille. Cette dynamique donne alors lieu à un phénomène de retour à la moyenne (*mean reversion*). Dans un article très récent, Rossi-Hansberg et Wright (2007) développent une théorie pour expliquer cette non-validation de la loi de Gibrat, montrant que les secteurs avec une large proportion de capital physique sont ceux où le taux de croissance des établissements est susceptible d'être le plus dépendant de leur taille. Cependant, si on observe ainsi ce phénomène de retour à la moyenne dans la distribution des tailles et des productivités, un même secteur se caractérise par une très forte hétérogénéité des entreprises en taille et en productivité, à laquelle la littérature théorique et empirique récente s'est beaucoup intéressée (cf. par exemple, Bernard, Schott et Redding, 2005 ; Farinas et Ruano, 2005). Cette hétérogénéité interentreprises s'explique notamment par des phénomènes de sélection, les établissements les plus petits et les moins efficaces décroissant et disparaissant. Les déterminants de la dynamique de croissance et de la survie des entreprises nouvellement créées ont fait l'objet de plusieurs études empiriques récentes (cf. par exemple Bonaccorsi et Giannangeli, 2005, sur l'Italie ; Cabral, 2007 sur le Portugal). Ces dernières mettent en exergue plusieurs variables qui semblent jouer un rôle clef dans les perspectives de croissance des jeunes entreprises. D'une part, dans les théories mettant l'accent sur le savoir-faire (*knowledge based theories*),

3 *Pour une présentation plus approfondie des critères de différenciation des TPE et PME, on se reportera à l'article d'H. Savajol, OSEO, du présent* Bulletin.

les capacités managériales du fondateur sont directement en lien avec la capacité de la firme à développer un actif qui lui est spécifique (*firm-specific asset*), c'est-à-dire qui ne peut être imité facilement par ses concurrents. Le potentiel de connaissances et de savoir-faire du fondateur apparaît comme une dotation initiale. En effet, la création d'entreprise est généralement considérée par la théorie économique comme découlant d'un choix d'activité fait par des entrepreneurs potentiels qui ont des capacités managériales, des aversions au risque et des niveaux de richesse financière différents. Lucas (1978) montre qu'à l'équilibre, il y a une division optimale de la population active entre entrepreneurs et salariés. D'un point de vue empirique, ce potentiel en connaissances et savoir-faire est cependant difficile à mesurer et passe par le recours à des variables indirectes et nécessairement parcellaires comme l'éducation, l'âge, les expériences passées. Les contraintes financières sont, elles aussi, susceptibles d'avoir un large impact sur les perspectives de croissance des jeunes entreprises. Ainsi, dans deux articles de premier plan, Evans et Jovanovic (1989) et Evans et Leighton (1989) montrent par exemple que la dotation financière initiale des individus influence la probabilité qu'ils fondent leur entreprise [4].

1|2 Une trop grande stabilité des entreprises dominantes en Europe ?

Ainsi que le souligne le rapport Cohen-Lorenzi (2000), l'Europe semble souffrir d'une trop grande stabilité des firmes dominantes et de l'absence d'émergence de nouveaux grands groupes. Ainsi, pour la France, Picart (2004) rappelle que parmi les 50 premiers grands groupes en termes d'effectifs en France en 2000, 41 figuraient déjà parmi les 100 premiers en 1985 et 8 provenaient de scission/fusion d'autres groupes (par exemple le groupe Vinci). Ce constat s'applique à l'ensemble de l'Europe : Cohen et Lorenzi (2000) rappellent que sur un panel incluant les 1 000 plus grandes entreprises mondiales, 296 entreprises américaines comptaient 64 entreprises créées *ex nihilo* alors que 175 entreprises européennes n'en comptaient que 9. Ce constat est au cœur des préoccupations des différents gouvernements. Ainsi à la mi-2006 avait été lancé le plan « gazelles », incluant le gel de l'impôt sur les sociétés, le report du paiement des cotisations sociales des salariés embauchés ainsi que des mesures de simplifications administratives. En attestent également les références continuelles, justifiées ou non, au *Small Business Act* [5] (1953) à l'origine de la *Small Business Administration* (SBA) américaine, agence fédérale unique pour les PME en charge tant des financements en fonds propres ou en prêts, que de la formation, de l'aide à l'obtention de contrats publics, de l'aide à l'exportation. Pour autant, la teneur exacte ainsi que la faisabilité d'une SBA à l'européenne reste encore très incertaine, à cause notamment de problèmes de compatibilité avec les règles de concurrence appliquées par l'Union européenne et l'Organisation mondiale du commerce.

Cette perception d'une grande stabilité au sommet peut cependant être nuancée lorsqu'on observe la trajectoire des entreprises « de la base », dont le tissu se renouvelle plus fortement. Ainsi, nombre d'entreprises en forte croissance perdent leur indépendance au-delà d'un certain seuil de taille et trouvent, dans l'adossement à un groupe, un relais pour poursuivre leur développement. Ainsi, si les groupes apparaissent

Des grands groupes (ou entreprises) de 1985 à ceux de 2000

Rang en 1985	Rang en 2000						
	A	B	C	D	E	F	N'existe plus
A : dans les 50 premiers	32	9	1				8
B : 51 à 100	9	7	7	3	1		23
C : 101 à 250	1	11	38	15	6	2	77
D : 251 à 500		4	25				
E : 501 à 1 000		1	9				
F : au-delà de 1 000		**4**	16				
N'existe pas encore	8	14	54				
dont :							
Création par scission	5	10	34				
Création par fusion	3	2	11				
Autres créations		**2**	9				

Lecture : Chiffres en gras, possibilité de success story
Champ : Grands groupes ou grandes entreprises (le classement s'applique indistinctement aux groupes ou aux entreprises), comptabilisés dans les 250 premiers en 1985 ou en 2000
Sources : Base longitudinale des groupes – INSEE, Claude Picart (2004) : « Le tissu productif : renouvellement à la base et stabilité au sommet », Économie et Statistiques, *n° 371*

4 *Holtz-Eakin, Joulfaian et Rosen (1994), Hamilton (2000) traitent aussi de la sélection et de la survie d'entreprises en présence en particulier de contraintes de liquidité.*
5 *Dans la section 202 du* Small Business Act, *voté le 30 juillet 1953, le Congrès déclare que « le Gouvernement doit aider, conseiller et protéger dans toute la mesure du possible les intérêts de la petite entreprise, afin de préserver l'esprit de libre concurrence, d'assurer qu'une proportion équitable des marchés publics soit passée avec de petites entreprises, et de maintenir en la renforçant l'économie de la Nation dans son ensemble ».*

stables parce que la *holding* en tête du groupe conserve au travers des décennies la même dénomination, ses actifs sont régénérés en permanence par l'intégration de petites entreprises qui la transforment de l'intérieur (cf. l'article « Dix années de dynamique financière des PME en France » dans le présent *Bulletin*).

2| Contribution des PME à la croissance

Une insuffisante contribution des PME françaises au commerce extérieur est souvent mise en avant (cf. par exemple Conseil économique et social 2007). Ainsi, en France, seulement 4 % des établissements seraient présents sur le marché extérieur contre 11 % en Allemagne (voir également « La situation économique et financière des PME depuis 1997 en Allemagne », dans le présent *Bulletin*). Le nombre encore trop limité de PME exportatrices trouverait sa cause dans la faiblesse structurelle du nombre d'entreprises de taille moyenne : les PME françaises ne seraient donc pas assez grosses pour exporter. Cependant, si une corrélation est manifeste entre taille et vente à l'international, la causalité directe n'est pas évidente. En effet, la variable clef semble plutôt être la productivité, elle-même corrélée tant à la taille qu'au comportement à l'exportation, en France (cf. Irac, 2007) et dans la plupart des pays industrialisés (cf. Bernard et Jensen, 2004, sur les États-Unis ; Delgado, Farinas et Ruano, 2002, sur l'Espagne ; Bernard, Jensen et Wagner, 1997, sur l'Allemagne [6], etc.). Ce rôle essentiel de la productivité est en lien avec les plus récents modèles théoriques sur les exportations qui montrent que seules les entreprises les plus productives et pas seulement les plus grosses sont à même d'absorber les coûts fixes de l'internationalisation (cf. Melitz, 2003 ; Bernard, Eaton, Jensen et Kortum, 2003).

De même, les dépenses en innovation des PME restent relativement modérées comparées à celles des grandes entreprises. D'après la quatrième enquête communautaire sur l'innovation (CIS4), réalisée en France par le Service des Études et Statistiques industrielles (SESSI), dans l'industrie, 31 % seulement des petites entreprises (10-49) sont innovantes alors que ce taux s'élève à 58 % pour les moyennes entreprises et à 80 % pour les grandes entreprises. Ce constat vaut pour les autres secteurs.

Pour autant, si la contribution des PME aux exportations et à la Recherche et Développement (cf. SESSI, 2006) reste marginale, les PME sont au cœur de la dynamique entrée-sortie, dont l'impact sur la croissance de la productivité globale des facteurs (PGF) et sur l'emploi est primordial. En effet, la croissance de la productivité peut être divisée en deux composantes. D'une part, des firmes existantes, à taille inchangée, peuvent améliorer leur productivité (« réallocations internes »). D'autre part, un processus de réallocations externes, appelé encore dynamique entrée-sortie, aboutit à la contraction-sortie des firmes les moins efficaces et expansion-entrée des firmes les plus efficaces.

L'impact de cette dynamique d'entrée-sortie sur la productivité globale provient de l'idée « schumpeterienne » de « destruction créatrice », à laquelle Aghion et Howitt (1992) ont apporté un cadre théorique formel où la croissance est vue comme un processus de création de nouveaux produits qui se substituent à des produits existants. La croissance est induite chez eux par des innovations, fruits de découvertes aléatoires, qui améliorent la qualité des produits. La menace d'entrée, en incitant les entreprises présentes à innover pour ne pas sortir du marché, contribue aussi à augmenter également la productivité totale. Ce processus touche donc à la fois les réallocations interne et externe. Cette dynamique entrée-sortie a en outre des conséquences majeures sur le marché du travail, puisque un tiers des créations et destructions d'emplois sont liées aux créations/destructions de firmes.

L'importance de l'impact de la dynamique entrée-sortie sur la productivité ne doit pas être négligée. Ainsi, Disney *et al.* (2003), à l'aide d'un panel de firmes de Grande-Bretagne sur la période 1980-1992 (base ARD) trouvent que les réallocations externes (entrée, sortie, modification de la part de marché) représentent plus de 50 % de la croissance de la productivité du travail, et entre 80 % et 90 % de la croissance de la PGF des établissements étudiés. Cette réallocation externe semble provenir d'une réallocation au sein de firmes comportant plusieurs établissements, fermant ceux à faible performance pour en ouvrir d'autres plus productifs. D'une manière générale, donc, la dynamique entrée-sortie semble avoir un impact important sur la productivité totale, que ce soit dans le secteur industriel ou dans celui des services ; concernant le secteur des services, selon Foster *et al.* (2002), l'entrée

6 *Pour un revue très détaillée des travaux empiriques sur ces questions, voir Wagner (2005)*

d'établissements plus productifs remplaçant les moins productifs explique la quasi-totalité de la croissance de la productivité du commerce de détail aux États-Unis dans les années quatre-vingt-dix ; Aw *et al.* (2001) trouvent que l'entrée-sortie explique plus de la moitié de la croissance de la productivité pour certaines industries à Taïwan durant les années quatre-vingt. Bartelsman *et al.* (1998) et Baily *et al.* (1996) ont également trouvé que la plus grande part de la croissance de la productivité est expliquée par l'entrée-sortie et la modification de parts de marché. Certains auteurs, Crépon et Duhautois (2004) trouvent néanmoins que la part de la croissance de la productivité expliquée par l'entrée-sortie tend à diminuer depuis le début des années quatre-vingt-dix. Par ailleurs, la contribution de la dynamique d'entrée-sortie semble être plus importante pendant les cycles bas que durant les cycles hauts. Selon Hahn (2000), les entrées nettes représentaient 45 % de la croissance de la PGF durant les phases de croissance, et 65 % durant les phases de récession-ralentissement.

3| Quels sont les freins à la création d'entreprises ?

L'analyse de la démographie et de la croissance des firmes semble indiquer que le renouvellement du tissu productif est insuffisant en Europe, ainsi que le souligne le rapport Cohen-Lorenzi (2000). Plus spécifiquement, une étude de Barteslman *et al.* (2003) tendrait à montrer que les taux de création et de destruction des firmes sont similaires en Europe et aux États-Unis mais que la performance après entrée des firmes nouvellement créées est nettement plus faible en Europe. Cette section vise à identifier les freins à l'expansion-création des nouvelles entreprises.

3|1 Déterminants institutionnels

La plus ou moins grande dynamique d'entrée-sortie dépend de barrières à l'entrée qui peuvent être « naturelles » (secteurs à économie d'échelle, coût fixe important) ou « institutionnelles » (barrières douanières, fiscalité, protection de l'emploi, contraintes sur le marché des biens, centralisation de la négociation collective). Concernant les facteurs institutionnels, Blau (1987) relie salaire minimum et entreprises individuelles et selon Davis et Henrekson (2006), les petites entreprises ont une préférence pour la flexibilité et l'individualisation dans la négociation salariale. Une négociation collective centralisée réduit les possibilités de diversification salariale et pénaliserait donc les petites entreprises. Davis et Henrekson valident empiriquement cette hypothèse par une étude sur un panel de firmes suédoises. L'impact de la dérégulation sur les comportements d'entrée-sortie et la productivité a été étudié par de nombreux auteurs. La plupart des études trouvent un impact positif de la dérégulation sur la productivité. Récemment, Aghion *et al.* (2004) ont trouvé un impact positif de l'ouverture des frontières en Grande-Bretagne sur la productivité des firmes présentes et donc sur la productivité totale. Lim et Hahn (2003) trouvent un impact positif de politique de réforme de la loi de faillite en Corée sur l'entrée-sortie et la productivité des firmes coréennes. Toutefois, il semble que ces études surestiment l'impact positif des mesures de dérégulation sur la productivité en traitant en général la dérégulation comme exogène : Duso et Roller (2003) montrent que la décision de déréguler peut être endogène et déterminée par la productivité ainsi que par d'autres facteurs politiques et institutionnels. L'impact de la dérégulation, lorsqu'elle est considérée comme endogène, est toujours positif sur la productivité, mais est en niveau 40 % moins important.

Dans un travail souvent repris de l'OCDE, Nicoletti *et al.* (2001) étudient les effets des mécanismes de négociations salariales, du coin fiscal, des extensions administratives d'accords salariaux ainsi que des indicateurs d'*Employment Protection Legislation* (EPL, construits par l'OCDE) sur la part des grandes entreprises dans l'emploi dans les pays de l'OCDE. Leur analyse intègre aussi des effets des indicateurs de régulation sur le marché des biens (indicateurs *Product Market Regulation* – PMR), lesquels peuvent influencer la distribution des tailles des entreprises de manière diverse. D'une part certaines régulations imposent directement des contraintes sur le nombre et la taille des firmes concurrentes à l'équilibre. C'est le cas des autorisations administratives et des barrières douanières par exemple. D'autres types de régulations ont un impact sur le comportement des entreprises lui-même. C'est par exemple le cas lorsqu'une entreprise est, partiellement ou en totalité, contrôlée par l'État. Si les résultats de leur étude sont assez peu conclusifs pour ce qui est de l'influence des variables de marché du travail sur la taille des entreprises, ils sont beaucoup plus tranchés quant à l'influence

des variables de régulation sur le marché des biens. En effet, par exemple, l'indicateur d'EPL [7] s'avère avoir un impact négatif sur la part en emploi des grosses entreprises (supérieures à 50 employés) mais cet impact s'efface complètement pour un nombre important de secteurs comme les télécommunications, les transports aériens, etc. La coordination et la centralisation des négociations salariales tendent à augmenter la part en emploi des grosses entreprises mais le sens de la causalité apparaît assez mal établi. En revanche, les régulations sur les marchés des biens qui restreignent la concurrence sont en règle générale très largement associées avec une part plus importante des grosses entreprises [8].

3|2 Déterminants financiers

Un secteur bancaire inefficient peut freiner de manière significative la création des nouvelles firmes et le développement des PME. Théoriquement, ce problème de financement s'explique par des phénomènes classiques d'agence, formalisés par Stiglitz et Weiss (1981) qui montrent que le *credit rationing* peut être un comportement optimal des banques en présence d'asymétrie d'information. Un rapport récent de l'OCDE (*Le déficit de financement des PME*, 2006) analyse, en se basant sur un questionnaire envoyé à une trentaine de pays, dans quelle mesure un nombre significatif de PME aurait les capacités d'utiliser des financements de manière efficace et profitable mais ne peut obtenir ses financements du système financier. Toutefois, le rapport reste assez peu conclusif hormis la mise en exergue d'un manque de données et d'études micro-économétriques dans la plupart des pays.

Un certain nombre d'études empiriques récentes confirment bien cependant l'incidence des caractéristiques du système bancaire et la qualité de l'allocation du crédit sur le développement des PME. Ainsi Bertrand *et al.* (2007) montrent que la dérégulation du système bancaire français au milieu des années quatre-vingt a provoqué une augmentation du coût du capital pour les firmes les moins productives-performantes, accélérant ainsi le processus de destruction créatrice. Plus récemment, Caballero *et al.* (2006) étudient l'effet du manque d'efficience du secteur bancaire japonais durant les années quatre-vingt-dix. Ils montrent que durant cette période, les banques, en raison notamment d'inspections laxistes de la part des autorités régulatrices, continuaient de prêter à des emprunteurs insolvables. Cette barrière à l'entrée artificielle déprimait la création-destruction d'emploi, et diminuait le niveau global de productivité. Bertrand, Schoar et Thesmar (2007) étudient les effets de la déréglementation bancaire des années quatre-vingt en France en exploitant un large panel de microdonnées d'entreprises sur la période 1978-1999. Ils montrent que la concurrence bancaire accrue s'est traduite par une allocation du crédit plus discriminante entre entreprises à compétitivité faible et forte et a provoqué une augmentation du coût du capital pour les firmes les moins productives, accélérant les restructurations et accentuant le processus « schumpeterien » de destruction créatrice. Ils remarquent que cet effet conduit à renforcer la compétitivité des entreprises et favorise une concentration de l'allocation du crédit sur les projets économiquement viables. Toujours en France, l'étude récente de Picart (2006) établit que les petites et moyennes entreprises ne poursuivent que très rarement leur trajectoire de croissance de manière autonome mais sont généralement intégrées dans un grand groupe. Ainsi 40 % des PME ayant en 1998 entre 50 et 250 salariés et ayant encore des effectifs en 2003 appartiennent à un groupe en 1998. Ce taux monte à 55 % pour les 5 % les plus performantes. Apparemment, l'intégration à ces groupes leur apporte les ressources nécessaires à leur développement, alors que l'accès à ces ressources se fait par le marché aux États-Unis. Ces ressources semblent être notamment de nature financière, comme le montre l'importance des dettes intra-groupes. Cette thèse irait ainsi dans le sens d'une insuffisante efficacité des marchés de capitaux européens en comparaison des États-Unis, obligeant les PME à fusionner pour disposer des ressources nécessaires à leur expansion.

7 *Une étude de Garibaldi* et al. *(2004) développe un modèle de distribution de tailles d'entreprises prenant en compte l'EPL avec effet de seuil et montre, sur données italiennes, que les entreprises proches des seuils d'EPL sont relativement inactives et plus susceptibles de croître que de décroître.*

8 *Ce constat fait écho à l'appel de nombres d'économistes français (cf. Cahuc, Kramarz, Zylberberg) en faveur d'une restructuration des autorités de la concurrence en France, en réarticulant les rôles respectifs du Conseil de la concurrence et de la direction départementale de la Concurrence, de la Consommation et de la Répression des fraudes (DGCCRF), et d'une augmentation générale des moyens.*

Les entreprises françaises souffrent d'un « missing middle » (Tybout, 2000), c'est-à-dire d'un déficit d'entreprises de taille moyenne. Cette courte revue de la littérature, qui n'est en aucun cas exhaustive, tend à montrer que ce déficit au centre — dû à un nombre pléthorique de micro-entreprises qui ne parviennent pas à croître — est à mettre en lien avec des contraintes sur les marchés des biens et — dans une moindre mesure — sur les marchés de capitaux.

En outre, au-delà de leur taille, une question clef reste aussi celle de la productivité des PME, que les études théoriques et empiriques récentes pointent comme le déterminant essentiel de leur capacité à être présentes sur les marchés internationaux. À cet égard, le niveau relativement faible des dépenses des PME en R&D — qui constituent le poste d'investissement le plus réduit en phase basse du cycle comme le montrent Berman et al. *(2007) — est un autre signe de faiblesse des PME françaises ou, à tout le moins, d'une partie d'entre elles* [9].

9 *Pour une analyse qualitative des freins à l'innovation des PME, se reporter à l'article d'H. Savajol, OSEO, dans le présent* Bulletin

Bibliographie

Aghion (P.) et Howitt (P.) (1992)
"A model of growth through creative destruction", Econometrica, n° 60 (2), p. 323-351

Aghion (P.), Blundell (R.), Griffith (R.), Howitt (P.), Prantl (S.) (2004)
"Entry and productivity growth: evidence from microlevel panel data", Journal of the European economic association, n° 2 (2-3), p. 265-276, avril-mai

Aw (B. Y.), Chen (X.), Roberts (N. J.) (2001)
"Firm level evidence on productivity differentials and turnover in Taïwanese manufacturing", Journal of Development Economics, n° 66 (1), p. 51-86

Baily (M.N.), Bartelsman (E.J.) et Haltiwanger (J.) (1996)
"Downsizing and productivity growth: myth or reality?", Small Business Economics, n° 8 (4), p. 259-278

Banque mondiale (1994, 2002, 2004)
"Doing business"

Bartelsman (E.J.) et Dhrymes (P.J.) (1998)
«Productivity dynamics: US manufacturing plants 1972-1986", Journal of Productivity analysis, n° 1 (9), p. 5-33

Bartelsman (E.), Scarpetta (S.) et Schivardi (F.) (2003)
"Comparative analysis of firm demographics and survival: micro-level evidence for the OECD countries", OCDE Economics Department Working Papers, n° 348

Berman (N.), Eymard (L.), Aghion (P.), Askenazy (P.) et Cette (G.) (2007)
"Credit constraints and the cyclicality of R&D investment: evidence from France", Mimeo, Banque de France

Bernard (A. B.) et Jensen (J. B.) (2004)
"Exporting and Productivity in the USA", Oxford Review of Economic Policy, n° 20, p. 343-357

Bernard (A. B.), Jensen (J. B.) et Wagner (J.) (1997)
"The good go abroad: evidence from longitudinal micro data on German and US exporters", dans Seppo Laaksonen (Ed.): *"The evolution of firms and industries"*, International Perspectives, Helsinki Statistics Finland, p. 489-500

Bernard (A. B.), Eaton (J.), Jensen (J. B.) et Kortum (S.) (2003)
"Plants and productivity in international trade", American Economic Review, n° 93, p. 1268-1290

Bernard (A. B.), Schott (P. K.) et Redding (S. J.) (2005)
"Products and productivity", NBER Working Paper, n° 11 575

Bertrand (M.), Schoar (A.) et Thesmar (D.) (2007)
"Banking deregulation and industry structure: evidence from the French banking act of 1985", Journal of Finance, vol. 62, n° 2, p. 597-628, avril

Blau (D. M.) (1987)
"A time-series analysis of self-employment in the United States", Journal of Political Economy, vol. 95, p. 445-467

Bonaccorsi (A.), Giannangeli (S.) (2005)
"Founders characteristics and firm growth", presenté à la conférence sur "*interdisciplinary approaches to entrepreneurship*", Rotterdam, février 3-5

Caballero (R.), Hoshi (T.), Kashyap (A.) (2006)
"Zombie lending and depressed restructuring in Japan", NBER Working paper, n° 12129

Cabral (L.H.B.) (2007)
"Small firms in Portugal: a selective survey of stylised facts, economic analysis, and policy implications", Portuguese Economic Journal, n° 6, p. 65-88

Cohen (E.) et Lorenzi (J. H.) (2000)
« Politiques industrielles pour l'Europe », *Rapport du CAE, La Documentation Française Paris*, 2000

Conseil économique et social (2007)
« PME et commerce extérieur », rapporteur J.-F. Roubaud au nom de la section des Relations extérieures

Crépon (B.), Duhautois (R.) (2004)
« Ralentissement de la productivité et réallocations d'emplois : deux régimes de croissance », *Économie et Statistique*, n° 367

Davis et Henrekson (2006)
"Economic performance and work activity in Sweden after the crisis of the early 1990s", NBER Working Papers, n° 12 768, National Bureau of Economic Research, Inc

Delgado (M. A.), Farinas (J. C.) et Ruano (S.) (2002)
"Firm productivity and export markets: a non-parametric approach", Journal of International Economics, n° 57, p. 397-422

Disney (R.), Haskel (J.), Heden (Y.) (2003)
"Restructuring and productivity growth in UK manufacturing", the Economic Journal, n° 113, p. 666-94, juillet

Duso (T.) et Roller (L. H.) (2003)
"Endogenous deregulation : evidence from OECD countries", Economic letters, vol. 81 (1), p. 67-71, octobre

Evans (D.) et Jovanovic (B.) (1989)
"An estimated model of entrepreneurial choice under liquidity constraints", Journal of Political Economy, n° 97 (4), p. 808-827

Evans (S.) et Leighton (L.) (1989)
"Some empirical aspects of entrepreneurship", American Economic Review, n° 79 (3), p. 519-535

Farinas (J. C.) et Ruano (S.) (2005)
"Firm productivity, heterogeneity, sunk costs and market selection", International Journal of Industrial Organization, n° 23, p. 505-534

Foster (L.), Haltwinger (J.), Krizan (C.J.) (2002)
"Between aggregate and micro productivity growth : evidence from retail trade", NBER Working paper, n° 9120, août

Garibaldi (P.), Pacelli (L.) et Borgarello (A.) (2004)
"Employment protection legislation and the size of firms", Giornale degli Economisti e Annali di Economia, avril

Hahn (C.) (2000)
"Entry, exit, and aggregate productivity growth: micro evidence on Korean manufacturing", document de travail de l'OCDE, n° 272

Hamilton (B. H.) (2000)
"Does entrepreneurship pay?", an empirical analysis of the returns to self-employment, Journal of Political Economy

Holtz-Eakin (D.), Joulfaian (D.) et Rosen (H.) (1994)
"Entrepreneurial decisions and liquidity constraints", Rand Journal of Economics, 25 (2), p. 334-347

Irac (D.) (2007)
"Firm level heterogeneity and the decision to serve foreign markets: firm level evidence from France", Banque de France, Note d'Études et de Recherche, à paraître

Jovanovic (B.) (1982)
"The selection and evolution of industry" , Econometrica, n° 50 (3), p. 649-670

Lim (Y.) et Hahn (C.) (2003)
"Bankrupcy policy reform and total factor productivity dynamics in Korea", NBER working paper, n° W9810, juillet

Lucas (R.E.) (1978)
"On the size distribution of business firms", Bell Journal of Economics, n° 9, p. 508-523

Mansfield (E.) (1962)
"Entry, Gibrat's law, innovation, and the growth of firms", American Economic Review, n° 52 (5), p. 1023-1051

Melitz (M. J.) (2003)
"The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity", Econometrica, Econometric Society, vol. 71 (6), p. 1695-1725, novembre

Nicoletti (G.), Bassanini (A.), Ernst (E.), Jean (S.), Santiago (P.) et Swaim (P.) (2001)
"Product and labour markets interactions in OECD countries", Economics department, Working Papers, n° 312

OCDE (2002, 2005)
"SME and entrepreneurship outlook"

Picart (C.) (2004)
« Le tissu productif : renouvellement à la base et stabilité au sommet », *Économie et Statistiques, n° 371*

Picart (C.) (2006)
« Les gazelles en France », *Document de travail* DESE, INSEE, G2006/02

Rossi-Hansberg (E.) et Wright (M. L. J.) (2007)
"Establishment size dynamics in the aggregate economy", dans American Economic Review, à paraître

SESSI – Kremp (É.) et Rousseau (S.) (2006)
« Un quart des entreprises innovent », n° 222, p. 1-4, août

Stiglitz (J.E.) et Weiss (A.) (1981)
"Credit rationing in markets with imperfect information", American economic review, 71, p. 393-410

Tybout (J.R.) (2000)
"Manufacturing firms in developing countries: how well do they do, and why?", Journal of Economic Litterature, mars

Wagner (J.) (2005)
"Exports and productivity: a survey of the evidence from firm-level data", University of Lüneburg, Working Paper Series in Economics, n° 4, mars

Déterminants du niveau d'innovation dans les PME

Christophe CAHN, Delphine IRAC
Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision
Service d'Études et de Prévision

Philippe ASKENAZY
École d'économie de Paris, Cepremap et Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision

La relation entre le niveau de concurrence et l'intensité de l'innovation a une forme de U inversé. Cette forme résulte de l'idée selon laquelle la concurrence peut avoir un impact différencié sur les entreprises selon l'hétérogénéité de leur niveau technologique. Ainsi, une concurrence intense est favorable à l'innovation lorsque les entreprises ont un niveau technologique proche car elles sont fortement incitées à se différencier les unes des autres pour atténuer la pression concurrentielle (effet de fuite de la concurrence par l'innovation). Lorsque ce degré technologique diffère, la concurrence forte n'est pas favorable à l'innovation de l'entreprise leader qui voit ses rentes diminuer (effet de désincitation). Ainsi, suivant la nature de la concurrence dans un secteur, une entreprise peut réagir positivement (respectivement négativement) à une intensification de la concurrence suivant qu'elle se trouve dans le bras ascendant (respectivement descendant) de cette relation en U inversé. Or, quel que soit l'effet qui prédomine (fuite de la concurrence ou effet désincitatif), on montre, d'un point de vue tant théorique qu'empirique (à partir de l'exploitation d'un panel d'entreprises françaises extrait des bases FIBEN et de la Centrale de bilans de la Banque de France) que lorsque la taille de l'entreprise relative au coût de l'innovation est plus petite, cet effet est plus faible, ce qui signifie que la courbe en U s'aplatit et donc que les choix d'innovation d'une entreprise sont moins sensibles aux politiques de concurrence.

En appariant les données sur les bilans des entreprises avec la base des incidents de paiement de la Banque, on montre également que les PME peuvent faire face à des contraintes de crédit en bas du cycle économique, ce qui les conduit à réduire leurs investissements de R&D à un moment où précisément il conviendrait de les accroître et aboutit ainsi à un niveau moyen d'investissement en R&D inférieur à ce qui serait souhaitable.

Ces résultats suggèrent que l'impact sur l'effort de recherche des mesures en faveur de la concurrence pourrait avoir un effet limité dans les secteurs où les entreprises sont relativement petites. En revanche, un accompagnement des PME innovantes en phase basse de cycle pourrait favoriser leur effort permanent d'innovation.

Mots-clés : Innovation, R&D, concurrence, PME, contraintes de crédit, cycle

Codes JEL : E22, E32, L51, O16, O30

NB : Cette note s'appuie sur deux études récentes présentées à la conférence sur l'innovation organisée conjointement par le CEPR et la Banque de France à Enghien-les-Bains en juillet 2007 : l'une sur le lien entre effort de R&D, concurrence et taille relative des entreprises innovantes ["Competition, R&D, and the cost of innovation"*, 2007, de Philippe Askenazy (PSE, Cepremap et Banque de France), Christophe Cahn (Banque de France) et Delphine Irac (Banque de France)], l'autre portant sur l'impact dans le cycle des contraintes de crédits sur l'investissement en recherche notamment des PME innovantes [Nicolas Berman (Université de Paris 1, Banque de France), Laurent Eymard (Banque de France), Philippe Aghion (PSE, Harvard), Philippe Askenazy (PSE, Cepremap et Banque de France) et Gilbert Cette (Banque de France)* "Credit constraints and the cyclicality of R&D investment: evidence from France"*, 2007].*

La capacité d'innovation et de croissance des PME est une des clefs des économies mondialisées.

Deux études récentes (Askenazy *et al.*, 2007 ; Berman *et al.*, 2007) ont constitué un panel d'entreprises tiré des bases FIBEN et Centrale de bilans [1] de la Banque de France. Elles ont exploité ces données en se concentrant sur les entreprises innovantes, c'est-à-dire ayant effectué des investissements en R&D. La plupart sont des PME (la médiane a une centaine de salariés). Il s'agit, d'une part, d'étudier un lien entre concurrence et niveau d'investissement en R&D selon la taille de l'entreprise relativement aux innovations sectorielles et, d'autre part, d'explorer l'impact des contraintes de crédit sur l'effort de R&D [2]. Ces deux travaux font l'objet des deux premières sections de cette note. Une troisième section trace les pistes suggérées par les résultats issus de ces recherches en termes d'applications possibles pour les politiques publiques.

1| Concurrence et innovation

1|1 La courbe en U inversé

Le lien entre innovation et concurrence, et plus largement les effets que peut avoir la structure de marché sur la croissance, a fait l'objet de nombreuses investigations tant théoriques qu'empiriques [3]. On peut extraire, des premiers éléments de la littérature, deux intuitions qui peuvent paraître en opposition à certains égards :

• d'une part, la vision de Schumpeter (1942) selon laquelle une entreprise est incitée à innover si elle tire profit d'une situation de monopole afin d'empêcher l'entrée sur un secteur de concurrents potentiels. Ainsi une situation de monopole assure à l'entreprise une vision à long terme et lui permet de s'engager dans des projets de R&D risqués ;

• d'autre part, le point de vue d'Arrow (1962) selon lequel les entreprises sont fortement incitées à se différencier les unes des autres pour atténuer la pression concurrentielle.

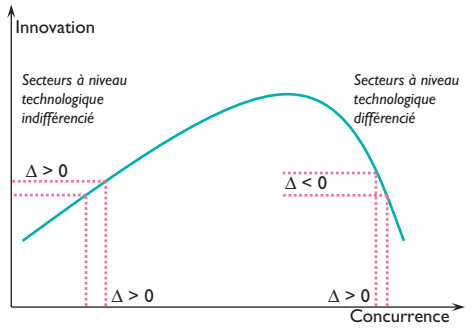
C'est en souhaitant réconcilier ces deux approches que Aghion *et al.* (2002, 2005b) ont introduit la notion de courbe en U inversé. Nous retenons ici une version simplifiée pour incorporer la dimension coût de l'innovation relativement à la taille de l'entreprise, pertinente pour la question spécifique de l'impact de la concurrence pour l'innovation dans les PME.

Dans ce modèle, les ménages, qui optimisent une fonction d'utilité intertemporelle, consomment un bien final issu de l'agrégation d'une variété de biens intermédiaires. Chaque type de biens intermédiaires est produit par un secteur constitué de deux entreprises, ayant chacune leur propre niveau de technologie. Les gains de productivité sont obtenus séquentiellement et dépendent des efforts de R&D engagés par chaque entreprise.

Si ces entreprises se situent sur la même frontière technologique, *i.e.* ayant le même niveau de technologie ou de productivité, alors la théorie montre que le mécanisme de « fuite de la concurrence » prédomine et a un effet positif sur l'innovation. À l'inverse, si le secteur est constitué de deux entreprises au niveau technologique différent, alors la concurrence a un effet désincitatif sur l'effort de R&D.

Ainsi, c'est l'agrégation au niveau d'une économie des secteurs des deux types qui donne à la relation entre concurrence et innovation cette forme en U inversé.

Graphique 1 Effets d'une augmentation de la concurrence sur l'innovation



1 *La base FIBEN comprend les données comptables standard (« liasse fiscale ») pour environ 230 000 entreprises. La Centrale de bilans est un sous-ensemble d'environ 30 000 entreprises qui, sur la base du volontariat, fournissent des informations complémentaires permettant des analyses économiques plus fines.*

2 *Ces deux recherches n'explorent pas les déterminants de la décision d'innover mais le niveau d'investissement en R&D des entreprises innovantes. Cf. Savignac (2006) sur la première problématique.*

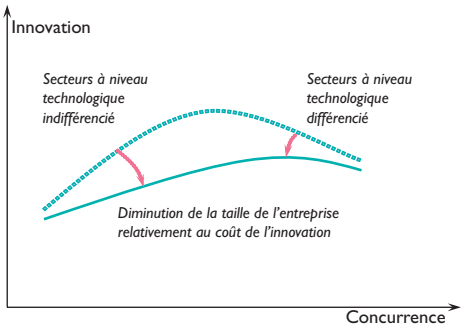
3 *Sur ce thème, Aghion et Howitt (1998, Chap. 7) y consacrent un chapitre complet dans leur ouvrage dédié à la théorie de la croissance endogène.*

I|2 Taille de l'entreprise et coût de l'innovation

Dans leur papier, Askenazy, Cahn et Irac (2007) présentent une version augmentée du modèle d'Aghion *et al.* (2005b), avec laquelle ils étudient l'ampleur de l'impact de la concurrence sur les activités de R&D des entreprises, en tenant compte de la taille de l'entreprise, relié directement au coût de l'innovation.

Intuitivement, plus les innovations sont importantes et coûteuses dans un secteur donné, plus les chocs de concurrence devraient être de forte ampleur pour agir sur les décisions de R&D d'une entreprise. Ainsi pour se différencier, une entreprise du secteur très concurrentiel aura d'autant plus de difficulté à se lancer dans un projet innovant que celui-ci est très coûteux. À l'inverse, une entreprise leader aura d'autant moins à craindre du rattrapage technologique des entreprises en recul que ce rattrapage induit des coûts d'innovation élevés. En conséquence, dans de tels secteurs, la relation en U inversé s'aplatirait, rendant les politiques d'amélioration de la concurrence moins pertinentes pour l'innovation.

Graphique 2 Effets d'une diminution de la taille des entreprises relativement au coût de l'innovation dans un secteur



I|3 Illustration empirique

Les prédictions théoriques issues du modèle présenté dans la section précédente sont confrontées de manière empirique aux données. Ces données sont tirées de deux bases complémentaires :

• la première dont dérivent les variables d'intérêt que sont l'effort de R&D et une mesure de la concurrence dans un secteur, est extraite des bases FIBEN et de la Centrale de bilans de la Banque de France ;

• la seconde base de données concerne l'enquête R&D du ministère de la Recherche qui contient des informations sur les dépenses totales de R&D et le nombre de brevets déposés par 3 000 entreprises environ. C'est à partir de cette base que sont calculés les coûts moyens des innovations par secteurs (assimilés aux coûts moyens d'un brevet).

Sur la base d'un échantillon de données contenant l'ensemble de l'information détenue sur les entreprises qui ont effectué des investissements de R&D, le tableau montre les résultats de l'estimation du modèle (cf. encadré). Selon ces résultats, il semble qu'une fonction concave soit une bonne description du lien entre innovation et concurrence, ce qui valide la pertinence de la relation en U inversé entre innovation et concurrence, spécialement, dans les secteurs pour lesquels les innovations apparaissent moins coûteuses. Néanmoins, les résultats indiquent que cette relation est d'autant moins prononcée que la taille des entreprises relativement au coût de l'innovation diminue.

Toujours selon ces résultats, la relation en U inversé se rapproche d'une droite horizontale au-dessous d'une certaine taille d'entreprise (valeur ajoutée inférieure à 130 % du coût de l'innovation). Au-delà de cette valeur, le lien entre concurrence et innovation disparaît statistiquement. Or c'est ce dernier type d'entreprise qui est le plus représenté puisqu'il couvre environ 85 % de l'échantillon.

ENCADRÉ

Estimation du modèle

Seuls les montants des dépenses de R&D à prix courants sont disponibles dans la base de données. Le coût de l'innovation est évalué à partir de l'enquête R&D du ministère de la Recherche, en calculant le ratio des dépenses totales de R&D d'un secteur, sur le nombre de brevets de ce même secteur. Ainsi, le coût de l'innovation est estimé pour 200 secteurs environ sur une période couvrant 1999-2002. Les tailles obtenues sont cohérentes avec certaines études empiriques : parmi les secteurs pour lesquels le brevet est valorisé en dessous de 2 000 euros, on trouve l'édition, le cuir, le bois. Dans les secteurs où l'innovation est de grande taille, on trouve les transports, l'industrie pharmaceutique, les logiciels, etc.

Ensuite, le flot d'innovation, n, pour chaque firme est défini par le ratio dépenses de R&D de l'entreprise sur le coût de l'innovation du secteur, avec les dépenses observées dans la base FIBEN. Les entreprises considérées ont toutes eu, au moins une fois, l'occasion d'investir en R&D sur l'ensemble de la période.

Afin de valider l'existence d'une relation en U inversé, la forme quadratique suivante est estimée :

$$n_j = \lambda^2 (-\alpha_1 + \alpha_2 \times \ln(\text{coût de l'innovation})) + \lambda (\beta_1 - \beta_2 \times \ln(\text{coût de l'innovation})) + c_j + \text{années} + \varepsilon,$$

où λ est une mesure du degré de concurrence (indice de Lerner).

On peut s'attendre à ce que tous les paramètres α_1 et β_1 soient positifs, d'après les prédictions théoriques. Par l'introduction des paramètres α_2 et β_2, la relation entre innovation et indice de Lerner (concurrence) est inversée. Si α et β sont positifs et significatifs, alors cette relation s'aplatit lorsque la taille de l'innovation augmente. Ces intuitions sont confirmées par les résultats présentés dans le tableau 1.

Pour les quelques secteurs dans lesquels le coût relatif de l'innovation est faible, le maximum de la courbe en U inversé est obtenu pour une valeur de l'indice de concurrence supérieur à celui d'environ 75 % de l'échantillon.

Autrement dit, si on restreint l'analyse aux secteurs pour lesquels la courbe en U inversé est validée empiriquement, les entreprises de ces secteurs semblent avoir un niveau technologique indifférencié et donc la concurrence aurait un effet positif sur l'innovation pour ce type d'entreprise.

Tableau 1 Coût de l'innovation et ampleur de la relation en U inversé

Variable dépendante : flot d'innovation potentiel		
	(a)	(b)
α_1	0,0020*** (4,02)	0,0004** (2,51)
α_2	0,0003*** (4,02)	0,0001*** (2,83)
β_1	0,0021*** (4,79)	0,0008*** (3,70)
β_2	0,0003** (5,47)	0,0002*** (5,84)
Années	oui	oui
Effet fixe entreprise	oui	oui
Nombre d'observations	100 089	100 043
Nombre d'entreprises	15 592	15 586
R^2	0,73	0,73

(a) Coût absolu de l'innovation
(b) Coût relatif (à la valeur ajoutée) de l'innovation
*** Significatif à 5 %*
**** Significatif à 1 %*
Sources : Banque de France (FIBEN) et Askenazy, Cahn et Irac (2007)

2| Contraintes de crédit et fluctuations de l'effort de R&D

Sur les mêmes données du FIBEN et de la Centrale de bilans, une deuxième étude permet de donner un éclairage complémentaire sur les déterminants de niveau d'investissement en R&D des entreprises innovantes. Berman *et al.* (2007) explorent les effets des contraintes de crédit dans l'évolution cyclique de la composition de l'investissement.

La vision « schumpétérienne » des cycles d'affaires et de la croissance amène à considérer que les récessions fournissent au tissu productif l'occasion d'améliorer ses performances en corrigeant les inefficacités organisationnelles et en encourageant les entreprises à se réorganiser, à innover ou à pénétrer d'autres marchés, en éliminant celles qui n'en sont pas capables.

Ce propos fait implicitement l'hypothèse que les entreprises sont capables de lever suffisamment de fonds pour faire évoluer leurs activités. Sans contrainte de crédit, leur choix d'investissement serait dicté par des effets d'opportunité-coût entre investissements de long terme plutôt que de court terme, les premiers étant plus faibles dans les récessions que dans les phases de reprises. En conséquence, la part des investissements

Tableau 2 Contraintes de crédit et composition cyclique de l'investissement en R&D

Variable dépendante : ratio investissement en R&D sur investissement total (décomposition sectorielle)		
	(a)	(b)
$^{H}\Delta CA_t$	- 0,019*** (0,004)	- 0,018*** (0,004)
$^{L}\Delta CA_t$	- 0,013** (0,006)	- 0,016*** (0,006)
$^{H}\Delta CA_{t-1}$	- 0,013*** (0,004)	–
$^{L}\Delta CA_{t-1}$	- 0,013*** (0,006)	–
IP_{t-1}	–	0,003 (0,002)
$^{H}\Delta CA_t * IP_{t-1}$	–	0,007 (0,015)
$^{H}\Delta CA_t * IP_{t-1}$	–	0,056*** (0,017)
Nombre d'observations	73 237	
Nombre de groupes	12 966	
R^2	0,01	
Estimation	Within	

(a) Avec termes retardés
(b) Avec termes croisés
*** Significatif à 5 %*
**** Significatif à 1 %.*
Les chiffres entre crochets indiquent les écarts-types robustes.
Note : ΔCA représente la variation du chiffre d'affaires des entreprises au-delà du troisième quartile ^{H} *ou en dessous du premier* ^{L}.
IP *représente la variable des incidents de paiement.*
Sources : Banque de France (FIBEN) et Berman et alii *(2007)*

de long terme dans l'investissement total devrait être contracyclique, à l'inverse de l'investissement de court terme qui lui serait procyclique.

Néanmoins, cette mécanique est remise en cause lorsqu'on tient compte de l'existence de ces contraintes de crédit qui peuvent limiter la capacité des entreprises à innover et à se réorganiser dans les récessions (Aghion *et al.*, 2005a). Supposons, par exemple, que les entreprises puissent choisir entre des investissements de court-terme ou des investissements de R&D de long-terme, et que ces derniers investissements nécessitent que l'entreprise puisse faire face aux chocs de liquidité à court-terme, tout en faisant appel à ses revenus et à ses crédits de court-terme pour couvrir les coûts de liquidité. Alors, dans le cas où l'entreprise doit faire face à un choc négatif (idiosyncratique ou agrégé), ces revenus actuels sont réduits, et par conséquence sa capacité à financer par le crédit ses innovations. Ceci implique que les effets d'un choc négatif sont d'autant plus importants sur l'investissement en R&D et l'innovation que l'entreprise est contrainte par le crédit. En d'autres termes, on s'attend à ce que les investissements de R&D soient plus procycliques pour les entreprises les plus contraintes en termes de crédit.

Les auteurs de cette étude associent aux données comptables des informations relatives aux incidents de paiement sur effets. L'occurrence d'incidents de paiement sur effets signale des difficultés à respecter les échéances du crédit fournisseur et de tels incidents interviennent à un moment où la capacité de l'entreprise à honorer ses engagements est fortement compromise. Cette information est mobilisée par les auteurs comme une variable d'évaluation des contraintes de crédit.

À nouveau, la base obtenue comporte principalement des PME (médiane à une centaine de salariés).

À partir de ces données de panel au niveau de l'entreprise, les auteurs cherchent une relation économétrique entre la part de l'investissement en R&D dans l'investissement total, le chiffre d'affaires et les contraintes de crédit. Les résultats présentés dans le tableau 2 montrent alors que :

- la part de l'investissement en R&D dans l'investissement total est contracyclique, mais devient plus procyclique lorsque l'entreprise fait face à des contraintes plus resserrées ;

- ce dernier effet est observé seulement en phase basse de cycle ;

- au total, le niveau moyen de l'investissement en R&D est plus bas pour les entreprises contraintes.

Les contraintes de crédit, en empêchant la part de la R&D dans l'investissement d'être contracyclique, peuvent donc ralentir la croissance moyenne de la productivité.

3| Implications en termes de politique économique

Les résultats des deux études suggèrent des pistes de politiques de stimulation ou d'accompagnement de l'innovation dans les PME.

Pour la première, ses prédictions théoriques ainsi que leur illustration empirique soulignent l'hétérogénéité de l'impact du niveau concurrentiel sur l'effet de R&D, notamment dans les PME, et donc l'intérêt d'une réflexion sur une différenciation des politiques de concurrence selon les secteurs. D'une part, l'existence d'une relation en U inversé suggère une adaptation des mesures de concurrence, étant donné l'état d'un secteur (Aghion *et al.*, 2005b). D'autre part, une différenciation des mesures selon la nature des innovations d'une industrie serait pertinente. Si elles sont coûteuses, les évolutions de l'environnement concurrentiel doivent être très importantes afin de modifier de manière substantielle le comportement d'innovation des entreprises. À la limite, dans de tels secteurs, la relation entre concurrence et innovation est si plate que les mesures favorisant la concurrence seraient peu efficaces pour dynamiser l'innovation.

Cependant, cette analyse devra être affinée dans de nombreuses directions, notamment en tenant compte du caractère endogène, d'un point de vue théorique, de la taille de l'innovation ou de celle de l'entreprise.

La seconde étude montre, quant à elle, la non-neutralité des contraintes de crédits — mesurées ici avec l'occurrence d'incidents de paiement sur effets, c'est-à-dire repérant les entreprises avec de fortes tensions de liquidité, au risque de défaillance très élevé — sur les PME innovantes, pour leur investissement en recherche et développement. Un tel résultat conduit à envisager des politiques d'accompagnement des PME plus fragiles financièrement, tout en étant suffisamment éloignées de la défaillance, et qui se trouveraient particulièrement contraintes lors de phase de retournement conjoncturel, pour qu'elles maintiennent leur effort d'innovation. Cela passerait par exemple par une modulation du crédit d'impôt recherche plutôt que son augmentation uniforme et acyclique.

Les efforts d'innovation dans les entreprises peuvent être améliorés par des politiques dirigées vers la concurrence sur le marché des biens. Or ces politiques pourraient gagner à être différenciées sectoriellement, selon que les entreprises qui constituent chaque secteur se trouvent sur une même frontière technologique, ou bien que les niveaux de productivité sont différenciés. Par ailleurs, les limites à ces mesures se trouvent dans leur inefficacité dans les secteurs où l'innovation est relativement importante et/ou coûteuse par rapport à la taille des entreprises, ce qui est généralement le cas des PME.

De plus, des entreprises peuvent faire face à des contraintes de crédit qui ont pour effet d'accentuer le comportement procyclique des activités innovantes de ces entreprises en phases de ralentissement. Ceci a pour conséquence de réduire la croissance des gains de productivité en moyenne. Un accompagnement spécifique des PME durant ces phases pourrait être pertinent pour préserver leur effort d'innovation.

Bibliographie

Aghion (P.) Angeletos (G.-M.) Banerjee (A.) et Manova (K.) (2005a)
"*Volatility and growth: credit constraints and productivity-enhancing investment*", NBER *Working Papers*, n° 11349

Aghion (P.) Bloom (N.) Blundell (R.) Griffith (R.) et Howitt (P.) (2005b)
"*Competition and innovation: an inverted U relationship*", *Quarterly Journal of Economics*, 120(2), 701-728, Mai

Aghion (P.) Bloom (N.) Griffith (R.) Howitt (P.) et Blundell (R.) (2002)
"*Competition and innovation: an inverted U relationship*", NBER *Working Paper*, n° 9269

Aghion (P.) et Howitt (P.) (1998)
"*Endogenous growth theory*", The MIT Press, p. 205-232

Arrow (K.J.) (1962)
"*Economic welfare and the allocation of resources for innovation*", publié dans *The rate and direction of inventive activity*, Princeton

Askenazy (P.) Cahn (C.) et Irac (D.) (2007)
"*Competition, R&D, and the cost of innovation*", *Mimeo*, Banque de France

Berman (N.) Eymard (L.) Aghion (P.) Askenazy (P.) et Cette (G.) (2007)
"*Credit constraints and the cyclicality of R&D investment: evidence from France*", *Mimeo*, Banque de France

Savignac (F.) (2006)
"*The impact of financial constraints on innovation: evidence from French manufacturing firms*", *Cahiers de la Maison des Sciences économiques*, n° 2006.42

Schumpeter (J.A.) (1942)
"*Capitalism, socialism, and democracy*", New York, Harper

Les PME et l'accès aux marchés de capitaux en France : un état des lieux

Yves MANSION
Membre du Collège de l'Autorité des Marchés financiers

Anne DEMARTINI, Samia MEKIOUS
Autorité des Marchés financiers
Direction de la Régulation et des Affaires internationales

Compte tenu du rôle moteur joué par les PME dans la croissance économique et l'emploi, les questions relatives à leur financement revêtent une importance toute particulière. À cet égard, et bien qu'encore marginale par rapport au poids économique des PME, l'importance des petites et moyennes valeurs au sein de la place financière de Paris s'est renforcée de manière significative au cours du dernier cycle boursier, avec notamment un net développement de leur recours aux marchés. Certes, le contexte financier très porteur depuis 2003 explique en partie ce mouvement. Mais plus fondamentalement, l'amélioration de l'accès des PME aux marchés financiers est au cœur des préoccupations du régulateur et de l'entreprise de marché. Dans le cadre de la transposition des principales directives du Plan d'action européen pour les services financiers, Euronext et l'Autorité des Marchés financiers (AMF) ont ainsi engagé une réflexion visant à élaborer un cadre réglementaire adapté à cette population très spécifique, du fait de la taille et de l'extrême diversité des sociétés qui la composent, tout en préservant la protection des investisseurs. Cette réflexion a notamment abouti en 2004 à une profonde réforme de la structure des marchés boursiers en France, qui a permis de créer un environnement plus propice à la cotation des PME. Elle s'est poursuivie plus récemment par le lancement au printemps 2007 d'un groupe de travail de place chargé de proposer de nouveaux aménagements aux obligations pesant actuellement sur les petites et moyennes sociétés cotées.

Mots-clés : PME, petites et moyennes valeurs, Eurolist, Alternext, Plan d'action des services financiers, AMF, introduction en bourse, liquidité, information financière

Codes JEL : G21, G28, G32, L26

NB : Yves Mansion est Président du groupe de travail de l'AMF sur les petites et moyennes valeurs.

I| Un nouveau paysage boursier, mieux adapté aux besoins des PME

Depuis le début des années 2000, le paysage boursier français a connu de profondes évolutions, favorables aux petites et moyennes valeurs. En premier lieu, la structure même de la cote a été considérablement modifiée, avec, notamment, la création d'un marché dédié aux PME. En outre, afin d'améliorer la visibilité et l'attractivité des valeurs moyennes auprès des investisseurs et des professionnels, une nouvelle gamme d'indices spécifiques a été créée, de même qu'un label d'expert en valeurs moyennes.

I|1 La restructuration de la cote

Jusqu'en 2005, les petites et moyennes valeurs étaient, à Paris, disséminées au sein de l'ensemble des marchés d'actions, à savoir les marchés réglementés — les Premier, Second et Nouveau marchés — ainsi que le Marché libre, marché organisé mais non réglementé. Leur faible visibilité de fait rendait leurs titres peu attractifs et, par voie de conséquence, peu liquides. En outre, d'un point de vue moins structurel, le nouveau marché, dédié aux valeurs de croissance, était entré depuis l'éclatement de la bulle technologique en 2000 dans une crise profonde, enregistrant une chute d'activité à partir de cette date, sur le marché tant primaire (introductions, émissions de titres de capital) que secondaire (nombre de transactions, volumes échangés).

Afin d'offrir des solutions mieux adaptées aux besoins des valeurs moyennes, Euronext [1] a donc engagé une profonde réorganisation de sa cote. Cette dernière a abouti en 2005 à, d'une part, la mise en place d'un marché réglementé unique, Eurolist et, d'autre part, la création d'Alternext, marché dédié aux petites et moyennes valeurs. Cette réforme s'inscrivait en outre dans un contexte réglementaire marqué par la transposition des directives « prospectus » et « transparence », visant à harmoniser au niveau européen les obligations d'information et de transparence relatives à l'admission et à la négociation de valeurs mobilières sur des marchés réglementés.

Une classification selon la taille au sein d'un marché unifié

Le premier volet de la restructuration de la cote a donc consisté à Paris dans le regroupement des sociétés des Premier, Second et Nouveau marchés au sein d'un marché réglementé unique, Eurolist. Les sociétés sont désormais classées selon un critère de capitalisation : le compartiment A regroupe ainsi les grandes valeurs ou *Blue chips* (capitalisations supérieures à un milliard d'euros), le compartiment B, celui des moyennes valeurs (capitalisations comprises entre 150 millions et 1 milliard d'euros) et le compartiment C, celui des petites valeurs (capitalisations inférieures à 150 millions d'euros). Clairement identifiables, les petites et moyennes valeurs sont donc potentiellement plus visibles pour les investisseurs.

En revanche, du fait de l'entrée en application des directives européennes « prospectus » et « transparence », l'ensemble des sociétés sont soumises aux mêmes obligations, lors de leur introduction sur Eurolist, puis tout au long de leur parcours boursier, et ce, quelle que soit leur taille. Dans une certaine mesure, une telle harmonisation peut apparaître, sinon inadaptée, du moins discriminante pour les petites et moyennes valeurs. En effet, ces dernières, qu'elles soient d'ores et déjà présentes sur Eurolist ou qu'elles aspirent à le devenir, n'ont pas toutes nécessairement les moyens humains et/ou financiers suffisants pour répondre aux obligations inhérentes à la cotation sur un marché réglementé. À cet égard, la création d'Alternext en 2005 visait justement à offrir aux PME non éligibles à la cotation sur Eurolist, un accès aux marchés financiers, tout en garantissant aux investisseurs un niveau de protection supérieur à celui prévalant sur le Marché libre.

La création d'Alternext, marché financier dédié aux petites et moyennes valeurs

Créé en mai 2005, Alternext est en effet un marché organisé, mais non réglementé au sens juridique de la Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MIF) du 21 avril 2004. En ce sens, il présente des allègements substantiels par rapport aux règles auxquelles doivent se conformer les sociétés cotées

1 *Bourse paneuropéenne, Euronext regroupe les marchés de produits dérivés et au comptant de Paris, Amsterdam, Bruxelles, et Lisbonne, ainsi que le Liffe (London International Financial Futures and Options Exchange). En 2007, Euronext a fusionné avec le NYSE (New York Stock Exchange).*

sur Eurolist. Ainsi, au moment de l'introduction, deux années de comptes dont le dernier exercice certifié sont requises, contre trois années de comptes certifiés pour Eurolist (cf. tableau 1). S'agissant des titres diffusés dans le public, seul un minimum de flottant de 2,5 millions d'euros est exigé [2]. De même, les obligations d'information, une fois l'entreprise cotée, sont adaptées aux PME. En premier lieu, s'agissant de l'information comptable, les normes IFRS ne sont pas obligatoires et les comptes semestriels ne doivent pas nécessairement être audités [3]. De même, les exigences de déclaration des franchissements de seuil ont été fixées uniquement pour les seuils de 50 % et 95 % du capital.

Pour autant, Alternext offre également des garanties en matière d'information et de protection des investisseurs qui n'existent pas sur des marchés non réglementés comme le Marché libre. Ainsi, un historique minimum des comptes préalablement à l'introduction est exigé. Par ailleurs, un actionnaire majoritaire détenant plus de 95 % du capital qui souhaiterait radier la société de la cote doit proposer un prix de sortie aux actionnaires minoritaires validé par un expert indépendant. De même, en cas de changement de contrôle de la société, l'acquéreur s'engage à faire une offre aux actionnaires minoritaires à un prix au moins égal au prix d'acquisition. Véritable originalité d'Alternext, les sociétés cotées doivent en outre obligatoirement recourir à un « *listing sponsor* », chargé d'apporter son assistance au moment de l'introduction et tout au long de la cotation de la société, afin d'aider cette dernière à respecter ses obligations légales et réglementaires [4]. Enfin, des sanctions sont prévues à l'encontre des sociétés cotées ayant manqué à leurs obligations d'information, allant du simple avertissement à la radiation des titres et à une sanction pécuniaire de l'AMF.

Tableau 1 Principales caractéristiques des marchés boursiers en France en 2007 en cas d'appel public à l'épargne

	Eurolist	Alternext	Marché libre
Entreprises concernées	Grandes et moyennes valeurs	PME et PMI	Petites entreprises
Diffusion minimum de titres au public	25 % de titres dans le public ou 5 % du capital représentant au moins 5 millions d'euros	2,5 millions d'euros	Pas de minimum
Document à établir/Visa AMF	Prospectus/Visa obligatoire	Prospectus/Visa obligatoire	Prospectus/Visa obligatoire
Présence d'un PSI	Obligatoire	Obligatoire	Obligatoire
Listing sponsor	Non	Oui	Non
Historique des comptes	3 années de comptes certifiés plus derniers comptes semestriels certifiés si admission plus de 9 mois après clôture	2 années de comptes Dernier exercice certifié plus comptes intermédiaires si admission plus de 9 mois après clôture	2 ans si ancienneté le permet
Normes comptables	IFRS obligatoires	Françaises (IFRS non obligatoires)	Françaises
Information financière	Comptes annuels et semestriels audités, CA trimestriel publiés au Bulletin des Annonces légales obligatoires (BALO)	Comptes annuels audités et semestriels non audités publiés sur les sites de la société et d'Euronext	Seule information légale au titre du droit des sociétés
Franchissement de seuil à déclarer	5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 33 %, 50 %, 66 %, 90 % et 95 % du capital ou droits de vote	50 % et 95 % du capital	Aucun

Note : Sur Alternext comme sur le Marché libre, il n'y a pas nécessairement appel public à l'épargne. Ainsi, les sociétés peuvent faire l'objet d'un placement privé sur Alternext, d'un montant minimal de 5 millions d'euros répartis entre au moins cinq investisseurs.

Sources : Euronext – Paris, AMF

2 *À cet égard, les conditions d'admission sur Euronext apparaissent également plus souples que celles prévalant antérieurement sur le Second marché (flottant d'au moins 10 %).*

3 *Cf. note thématique n° 2 : « Financement des PME et normes comptables », dans le présent* Bulletin.

4 *En juillet 2007, on comptait ainsi 41* listing sponsors *à Paris. Le* listing sponsor *peut être un prestataire de services d'investissement, un cabinet d'audit, un cabinet d'avocats ou une société spécialisée en opérations de haut de bilan.*

1|2 La mise en place d'une nouvelle gamme d'indices spécifique aux valeurs moyennes

Parce que les indices boursiers sont devenus un outil indispensable à la gestion de portefeuille, Euronext – Paris a élaboré, parallèlement à la modification de la structure de la cote, une nouvelle gamme d'indices spécifique aux petites et moyennes valeurs.

En premier lieu, l'indice CAC *Mid* 100 est composé des 100 premières capitalisations qui suivent les 60 valeurs les plus importantes composant les indices CAC 40 et CAC Next 20. L'indice CAC *Small* 90 comprend pour sa part les 90 valeurs suivant les valeurs de l'indice CAC *Mid* 100. Ces deux indices sont inclus dans l'indice SBF 250, l'indice CAC *Small* 90 étant constitué des capitalisations les moins élevées au sein de l'indice SBF 250. L'indice CAC *Mid* & *Small* 190 est par ailleurs défini comme la réunion des indices CAC *Mid* 100 et CAC *Small* 90.

Ces trois indices sont pondérés par la capitalisation flottante et les valeurs qui les composent doivent en outre enregistrer une rotation annuelle des titres d'au moins 5 % [5]. En revanche, seul l'indice CAC *Mid* 100 est calculé en continu, les indices CAC *Small* 90 et CAC *Mid* & *Small* 190 étant pour leur part calculés deux fois par jour, à l'ouverture et à la clôture des marchés.

Plus récemment, au second semestre 2006, a été créé l'indice Alternext *All Share*, constitué de l'ensemble des valeurs cotées sur les marchés Alternext d'Euronext.

1|3 L'instauration d'un label d'expert en valeurs moyennes (*Small & Midcap Expert*)

Afin d'accroître la visibilité, la liquidité et donc l'attractivité des valeurs moyennes, Euronext a également institué un label d'expert en valeurs moyennes visant les intermédiaires financiers particulièrement engagés sur ce segment de marché. Pour pouvoir bénéficier de ce label, les intermédiaires financiers doivent disposer d'une équipe dédiée à l'analyse financière, au marketing et à la vente des titres de PME cotées sur les compartiments B et C. Ils doivent également s'engager à suivre au moins 60 de ces valeurs dont au moins 20 du compartiment C et 10 pour lesquelles le volume de transactions est inférieur à 2 500 négociations par an. Ils doivent enfin publier une analyse financière annuelle, des points semestriels à l'occasion de la publication des comptes et des messages d'information lors des évènements marquants concernant les valeurs suivies.

2| Le comportement des petites et moyennes valeurs en bourse

Les petites et moyennes valeurs ont acquis un poids significatif au sein de la cote parisienne. Mais si les PME ont eu, au cours de ces dernières années, de plus en plus recours aux marchés pour se financer, leurs titres restent en revanche, pour un certain nombre d'entre elles, peu liquides.

2|1 Un poids significatif au sein de la cote

Hors Marché libre, il apparaît que les petites et moyennes valeurs (sociétés cotées sur les compartiments B et C d'Eurolist et Alternext) représentaient à fin juillet 2007 plus des trois quarts de la cote parisienne, mais moins de 3 % de la capitalisation boursière totale (cf.tableau 2).

La capitalisation moyenne par entreprise s'élève à 54 millions d'euros sur Alternext, niveau comparable à celui du compartiment C d'Eurolist (62 millions d'euros). Ce marché apparaît par ailleurs homogène du point de vue de la taille puisque un peu moins des deux tiers des sociétés cotées sur Alternext fin juillet 2007 avaient une capitalisation boursière de moins de 50 millions d'euros, et pour 86 % d'entre elles, de moins de 100 millions d'euros. À titre de comparaison, plus de la moitié des valeurs du compartiment C avaient, à la même date, une capitalisation boursière inférieure à 50 millions d'euros et 80 % à moins de 100 millions d'euros.

5 *Le taux de rotation est défini comme le rapport entre le nombre de titres échangés sur une période donnée et le nombre de titres inscrits.*

Tableau 2 Nombre et capitalisation boursière des sociétés cotées à Paris fin juillet 2007

(capitalisation en millions d'euros)

	Nombre	Capitalisation	Capitalisation moyenne
Compartiment A (en %)	137 16,5	1 930 035 48,5	14 087,8
Compartiment B (en %)	194 23,4	96 352,5 2,4	496,7
Compartiment C (en %)	338 40,7	20 818,5 0,5	61,6
Autres (valeurs étrangères) (en %)	57 6,9	1 927 541 48,4	33 816,5
Compartiment spécial [a)] (en %)	5 0,6	39 0,0	7,8
Alternext (en %)	100 12,0	5 387,9 0,1	53,9
Total (en %)	831 100,0	3 980 174,1 100,0	4 789,6

a) Le compartiment spécial regroupe les titres de sociétés affectées par des événements susceptibles de compromettre le bon fonctionnement du marché (sociétés qui ne remplissent pas leurs engagements en matière d'information financière ou en procédure de redressement judiciaire ou encore affichant une capitalisation boursière inférieure à 4 millions d'euros).

Sources : Euronext – Paris ; calculs : AMF

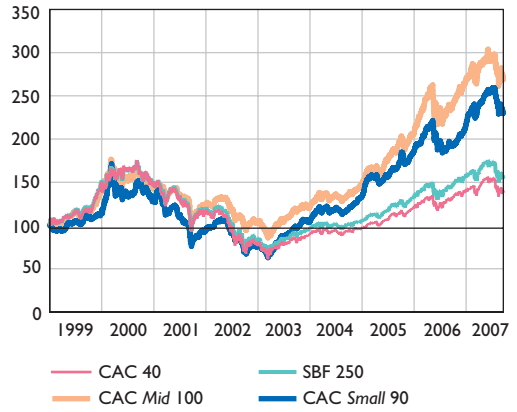
En outre, lorsqu'elles accèdent aux marchés financiers, les petites et moyennes valeurs ou, du moins, les plus grandes d'entre elles, ouvrent leur capital de façon substantielle. Ainsi, la moitié des sociétés composant l'indice CAC *Mid* 100, fin juillet 2007, et 60 % des sociétés de l'indice CAC *Small* 90 avaient un flottant supérieur à 50 % [6]. À titre de comparaison, cette proportion s'élève à 90 % pour les sociétés du CAC 40, 55 % d'entre elles présentant en outre un flottant supérieur ou égal à 90 % (cf. tableau 3).

2|2 Une sur-performance des indices boursiers dédiés aux petites et moyennes valeurs

Depuis 2003, les petites et moyennes capitalisations ont affiché des performances supérieures à celles des indices de grandes valeurs, à l'exception toutefois de l'année 2006, au cours de laquelle elles avaient été pénalisées par leur plus grande sensibilité aux variations du prix de l'énergie et des matières premières, leur moindre insertion dans le commerce mondial ainsi que la multiplication des opérations de fusions-acquisitions parmi les grandes capitalisations (cf. graphique).

Évolution des indices boursiers
Dernière observation : 18 septembre 2007

(en points de base ; base 100 = 31 décembre 1998)



Source : Euronext – Paris

Tableau 3 Répartition des sociétés appartenant aux indices CAC *Mid* 100 et CAC *Small* 90 selon leur niveau de flottant
À fin juillet 2007

(en %)

	20 %	30 %	40 %	50 %	60 %	70 %	80 %	90 %	100 %	Total
Cac *Small* 90	5,7	14,8	21,6	23,9	11,4	5,7	8,0	4,5	4,5	100,0
Cac *Mid* 100	6,0	21,0	23,0	20,0	7,0	4,0	7,0	8,0	4,0	100,0

Sources : Euronext – Paris ; calculs : AMF

6 *Le flottant représente la part du capital d'une société cotée disponible au public.*

2|3 Des appels au marché de plus en plus fréquents

Des introductions en bourse de valeurs moyennes de plus en plus nombreuses

Dans le sillage du dégonflement de la bulle sur les valeurs technologiques, le marché des introductions en bourse s'était rapidement tari en France comme sur l'ensemble des grandes places internationales, avant de rebondir en 2004. Depuis cette date, les introductions s'inscrivent sur une tendance dynamique, notamment celles qui concernent les petites et moyennes valeurs. Les introductions sur les compartiments B et C d'Eurolist ont en effet représenté près des trois quarts des opérations et plus de 2,5 milliards d'euros de capitaux levés entre 2005 et fin juillet 2007 (cf. tableau 4). Pour sa part, Alternext a enregistré, moins de deux ans et demi après sa création, 102 introductions — dont deux ont depuis été suivies d'un transfert sur Eurolist — et permis de lever près d'un milliard d'euros. À cet égard, il convient de souligner que la très nette augmentation du nombre et de la taille unitaire des opérations sur Alternext contraste assez nettement avec la relative stabilité de l'activité sur le compartiment C.

Tableau 4 Nombre d'introductions et montants des capitaux levés lors de ces opérations

(montants en millions d'euros)

		2005	2006	2007 [(a)]
Eurolist	Nombre	22	33	18
	Capitaux levés	13 505,4	9 309,8	1 848,6
Dont : Eurolist A	*Nombre*	*6*	*8*	*3*
	Capitaux levés	*12 717,2*	*8 139,4*	*1 280,1*
Eurolist B	*Nombre*	*5*	*11*	*8*
	Capitaux levés	*564,4*	*899,9*	*379,4*
Eurolist C	*Nombre*	*10*	*13*	*7*
	Capitaux levés	*223,8*	*270,6*	*189,1*
Alternext	Nombre	20	51	31
	Capitaux levés	85,6	438,9	317,3
Marché libre	Nombre	18	23	22
	Capitaux levés	5,7	11,7	17,1
Total	**Nombre**	**60**	**107**	**71**
	Capitaux levés	**13 596,7**	**9 760,4**	**2 183,0**

(a) Données à fin juillet 2007
Source : Euronext – Paris

Un recours accru au marché pour les sociétés déjà cotées

Alors que le nombre de sociétés cotées décroît depuis des années, celles qui restent cotées apparaissent, pour leur part, de plus en plus actives. En particulier, entre 2004 et la mi-2007, les petites et moyennes valeurs ont été de plus en plus nombreuses à faire appel au marché pour se financer (cf. tableau 5).

Les montants émis par les petites et moyennes valeurs sont également en nette augmentation, avoisinant, depuis début 2004, 7 milliards d'euros — soit 10 % environ du total des émissions sur l'ensemble des marchés parisiens —, de même que le nombre d'opérations (cf. tableau 6).

Tableau 5 Évolution du nombre de sociétés ayant émis des titres de capital

Marché	2004	2005	2006	1er semestre 2007
Eurolist	240	251	268	226
Dont : Compartiment A	*92*	*83*	*92*	*83*
Compartiment B	*63*	*75*	*80*	*73*
Compartiment C	*82*	*93*	*97*	*66*
Alternext [a)]	–	4	21	22
Marché libre	28	29	35	21
Total	**268**	**282**	**322**	**269**

a) Alternext a été créé en mai 2005.
Note : Compte tenu des transferts, le nombre total de sociétés n'est pas toujours équivalent à la somme des valeurs par marché.
Source : Euronext – Paris

Tableau 6 Émissions de titres de capital : évolution de leur nombre et de leur montant

(montants en millions d'euros)

Marchés	2004		2005		2006		1er semestre 2007	
	Montant	Nombre	Montant	Nombre	Montant	Nombre	Montant	Nombre
Eurolist	10 590,4	903	14 072,3	1 054	27 029,0	937	16 696,0	469
Dont : Compartiment A	*9 684,6*	*497*	*12 001,0*	*497*	*25 228,3*	*457*	*13 087,9*	*201*
Compartiment B	*563,0*	*175*	*1 619,8*	*263*	*1 336,3*	*234*	*1 370,7*	*143*
Compartiment C	*323,0*	*224*	*447,4*	*291*	*464,3*	*244*	*429,9*	*117*
Alternext [(a)]	–	–	54,1	9	81,1	32	165,5	31
Marché libre	89,7	43	137,6	50	140,0	60	229,0	25
Total	**10 680,1**	**946**	**14 264,0**	**1 113**	**27 250,0**	**1 029**	**17 090,6**	**525**

(a) Alternext a été créé en mai 2005.
Source : Euronext – Paris

2|4 Une liquidité secondaire en progrès

Pour une société cotée, l'attractivité de ses titres dépend en partie de leur liquidité. De ce point de vue, plus de 40 % des valeurs cotées sur le compartiment C et près des deux tiers des valeurs du compartiment B ont été négociées à toutes les séances en 2006. Seule une dizaine de sociétés du compartiment C n'ont fait l'objet d'aucune négociation en 2006. Néanmoins, les transactions sont parfois peu nombreuses ou portent sur de faibles montants (cf. tableau 7).

Tableau 7 Nombre de transactions [(a)] et montants échangés par jour de cotation en 2006 [(b)]

(montants en milliers d'euros)

		Minimum	Q1	Médiane	Q3	Maximum
Compartiment A	Nombre de transactions	3,5	342,9	1 451,4	3 036,4	8 214,2
	Montants échangés	7,7	2 966,6	15 979,9	60 788,7	565 726,2
Compartiment B	Nombre de transactions	1,2	14,8	53,3	155,7	2 902,8
	Montants échangés	0,1	84,0	295,7	753,3	20 180,4
Compartiment C	Nombre de transactions	0,0	3,6	11,9	37,2	1 415,8
	Montants échangés	0,0	7,5	33,2	87,3	4 689,8
Alternext	Nombre de transactions	1,6	5,5	11,0	31,8	266,7
	Montants échangés	5,9	17,8	37,0	87,9	941,4

(a) L'échantillon regroupe ici les sociétés présentes à la cote fin 2006, classées selon leur compartiment d'appartenance à cette date.
(b) Transactions enregistrées sur le marché central
Source : Euronext – Paris

3| Vers de nouveaux aménagements réglementaires en faveur des petites et moyennes valeurs

Les profondes modifications du paysage boursier ont sans nul doute contribué à l'amélioration de l'accessibilité des PME aux marchés financiers, illustrée par les débuts très prometteurs d'Alternext. Pour autant, des améliorations peuvent encore être apportées au dispositif réglementaire actuel. Les valeurs moyennes, à travers leurs associations représentatives, ont d'ailleurs fait part de leurs difficultés face à la multiplication et à la complexité des obligations législatives ou réglementaires auxquelles elles sont soumises, notamment depuis la transposition des directives européennes adoptées dans le cadre du plan d'action de la Commission européenne pour les services financiers [7]. En particulier, depuis la création d'Eurolist, les obligations auxquelles sont soumises les sociétés cotées sur le marché réglementé parisien sont les mêmes quelle que soit leur taille. Or une telle situation pourrait peser à terme sur la compétitivité et l'attractivité des compartiments B et C d'Eurolist. C'est dans ce contexte et en liaison étroite avec Middlenext [8] que l'Autorité des marchés financiers a mis en place, en avril 2007, un groupe de travail chargé de proposer des aménagements aux obligations d'information financière pesant sur les petites et moyennes valeurs, dans le respect des textes européens. Cette réflexion s'inscrit dans un projet plus large du gouvernement visant à renforcer la compétitivité de la place de Paris.

Pour définir le champ d'application des aménagements qu'il proposera, le groupe de travail devrait appréhender la notion de petite et moyenne valeur à partir d'un seuil fondé sur la capitalisation boursière et non sur le flottant, donnée d'un maniement plus délicat pour les marchés et les entreprises concernées, notamment en termes d'actualisation. Le seuil retenu devrait être inférieur à celui d'un milliard d'euros, qui constitue la limite entre les compartiments A et B.

Les travaux du groupe devraient aboutir à des modifications du règlement général de l'AMF. Par ailleurs, dans la mesure où les obligations d'information financière ne sont pas toutes du seul ressort du régulateur, ils devraient également donner lieu à des propositions de modifications législatives, voire d'obligations résultant des directives européennes précédemment évoquées.

S'agissant des deux dernières catégories de propositions, les travaux du groupe ne sont pas suffisamment avancés pour être présentés à ce stade [9]. En revanche, les réflexions du groupe de travail sur de possibles aménagements du règlement général de l'AMF sont sur le point d'être finalisées. Ceux-ci devraient permettre aux valeurs moyennes de bénéficier d'un cadre plus souple pour la rédaction de leur document de référence [10].

Pour ce faire, les exigences applicables à la rédaction du document de référence ont été passées en revue par le groupe de travail afin d'identifier celles susceptibles d'aménagements, dans le respect des textes européens, en particulier la directive « prospectus » [11].

En effet, le schéma d'élaboration du document de référence français est fondé sur le schéma prévu par la directive « prospectus ». Il n'est donc pas envisageable, en l'état actuel des textes européens, de supprimer certaines de ces exigences. Toutefois, des aménagements ont été jugés possibles sur certains aspects non directement couverts par le règlement européen sur le prospectus ou encore du fait même des dispositions de ce règlement.

Ainsi, tout en respectant la directive, les valeurs moyennes pourraient bénéficier des allègements suivants :

• suppression des exigences supplémentaires ou des interprétations retenues par l'AMF pour la rédaction de certaines rubriques du document de référence (par exemple, sur les assurances ou le provisionnement des litiges) ;

7 *Directives « prospectus », « transparence » et « abus de marché », notamment*

8 *Association professionnelle représentant les valeurs moyennes cotées en France*

9 *Les propositions concerneraient toutefois, au niveau européen, le délai de deux mois pour la publication des comptes et du rapport financier semestriels (directive « transparence »), ou encore les obligations relatives aux déclarations des transactions des dirigeants et à l'établissement des listes d'initiés (directive « abus de marché »). Au niveau national, le groupe devrait sans doute proposer l'allègement des obligations de publication au BALO.*

10 *Le document de référence est un document contenant l'ensemble des informations juridiques, économiques et comptables concourant à une présentation exhaustive d'une société pour un exercice donné. Il peut prendre la forme du rapport annuel destiné aux actionnaires de la société ou d'un document spécifique établi pour les besoins de la communication avec le marché.*

11 *Depuis le 1er juillet 2005, le contenu du prospectus est défini par le règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004 (« Le Règlement européen ») pris en application de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (la directive « prospectus »).*

• mention des seules informations ayant un caractère significatif, à chaque fois que le règlement européen le permet, notamment lorsque sont utilisés des qualificatifs tels que « principaux », « importants », « significatifs » ou encore « sensiblement », étant précisé que des indications seraient par ailleurs données aux entreprises concernées pour apprécier ce caractère, en fonction du type d'information demandé (par exemple, pour sélectionner les principaux investissements) ;

• simplification de certaines recommandations publiées par l'AMF (par exemple, la recommandation sur la présentation des facteurs de risque), voire, lorsque cela est possible, par le CESR [12] ;

• multiplication des renvois aux informations figurant déjà dans le document de référence, pour éviter les redondances (par exemple, renvoi à la liste des filiales figurant dans les comptes).

L'AMF devrait publier un guide du document de référence spécifique aux PME qui rassemblera dans un document unique tous les textes applicables à l'élaboration du document de référence, en plus des aménagements mentionnés ci-dessus. Cette présentation simplifiera la tâche des valeurs moyennes face à la diversité des sources d'exigences réglementaires applicables.

Les récentes réformes intervenues sur les marchés d'actions français constituent une avancée fondamentale pour l'accès des PME aux marchés financiers, en ce qu'elles reposent sur deux principes essentiels : la nécessité, d'une part, d'un cadre réglementaire adapté à cette population d'entreprises bien spécifique et, d'autre part, de mieux répondre au besoin d'accompagnement des PME tout au long de leur parcours boursier. C'est également sur ces principes que reposent les réflexions menées actuellement par l'AMF, avec pour objectif final de concilier l'impératif de la protection de l'épargne et la nécessité de lever les obstacles nuisibles à la compétitivité des petites et moyennes valeurs et, in fine, *de la place financière de Paris.*

12 "Committee of European Securities Regulators"

Le financement des PME et la réforme de Bâle II

Valérie GOLITIN
Secrétariat général de la Commission bancaire
Service des Études bancaires

La nouvelle réglementation française issue de l'accord de Bâle (Bâle II) permet une meilleure prise en compte de la réalité des risques inhérents aux métiers bancaires en proposant un ratio de solvabilité intégrant, au titre du pilier 1, le risque de crédit, le risque de marché et le risque opérationnel. S'agissant du risque de crédit, les nouvelles règles proposent, pour le calcul des exigences minimales de fonds propres, des approches qui reposent sur une segmentation des crédits en fonction de la qualité de l'évaluation du profil de risque de l'emprunteur. Les établissements de crédit sont encouragés à appliquer les approches les plus avancées pour apprécier plus finement les risques supportés.

Dans ces conditions, la mise en œuvre de Bâle II devrait permettre une meilleure gestion et allocation des fonds propres, avec un effet globalement favorable sur les PME. En effet, les nouvelles règles de solvabilité accordent une attention particulière aux entreprises et notamment aux PME, dont les caractéristiques spécifiques sont reconnues. Elles s'orientent vers une amélioration de l'objectivité des conditions de crédit aux PME. Elles ouvrent également la voie à une plus grande transparence de l'information.

Mots-clés : Bâle II, PME, risque de crédit, conditions de financement des entreprises, capital-investissement, exigences de fonds propres, notation, cotation, Fiben, évaluation des entreprises

Codes JEL : G21, G28, G32

Le nouvel accord de Bâle sur l'adéquation des fonds propres — dit « Bâle II » —, déjà intégré dans le droit européen (par les deux directives dites « CRD » ou *Capital Requirement Directives*), a été récemment transposé dans la réglementation bancaire française [1].

Après une période transitoire [2] courant jusqu'en décembre 2007 pour faciliter le passage du dispositif actuel (ratio Cooke) au nouveau dispositif, la nouvelle réglementation prudentielle s'appliquera à l'ensemble des établissements de crédit et des entreprises d'investissement à partir du 1er janvier 2008.

Cette évolution suscite parfois des inquiétudes parmi les entreprises, notamment les petites et moyennes entreprises (PME) qui craignent de se voir pénalisées tant du point de vue du coût que de la disponibilité du crédit. Après une description des nouvelles règles françaises, qui seront pleinement effectives en 2008, le présent article montre qu'il n'y a aucune raison pour que l'évolution réglementaire change les conditions actuelles, plutôt favorables, du financement des entreprises.

1| Bâle II prend en compte la spécificité des PME

De manière générale, les nouvelles règles françaises reprennent le dispositif européen de Bâle (CRD), en particulier les méthodologies proposées pour le calcul des exigences de fonds propres sur les crédits bancaires aux entreprises ; elles prévoient en revanche un traitement spécifique pour les opérations de capital-investissement.

1|1 De Bâle I à Bâle II

L'année 2006 a marqué l'aboutissement de la réforme du ratio international de solvabilité, engagée à la fin des années quatre-vingt-dix par le Comité de Bâle pour prendre en compte, d'une part, l'évolution des marchés financiers et l'environnement prudentiel des établissements de crédit et, d'autre part, le développement des dispositifs de techniques de mesure et de gestion des risques bancaires. Grâce, notamment, aux efforts accomplis par les superviseurs bancaires et l'ensemble de la profession, la réforme de Bâle II s'achève sur l'adoption de nouvelles règles prudentielles par les pays qui ont fait le choix de transposer dans leurs droits nationaux le nouvel accord de Bâle.

Celui-ci vise à mieux répondre aux objectifs déjà énoncés dans le précédent accord (dit « Bâle I »), notamment en mobilisant les leviers du contrôle interne et de la transparence financière : renforcer la solidité et la stabilité du système bancaire international et promouvoir les conditions d'égalité de concurrence entre les établissements à vocation internationale.

S'il s'inscrit dans la filiation de Bâle I, en particulier en ce qui concerne l'approche standard, le nouvel accord introduit également de nouvelles méthodes de calcul des exigences de fonds propres au titre de chaque type de risque (risque de crédit, risque de marché et risque opérationnel). Les établissements de crédit ont ainsi le choix entre plusieurs approches, de la plus simple (fondée sur des pondérations associées à des évaluations externes de crédit) aux plus sophistiquées (fondées sur des notations issues de modèles internes pour une mesure plus fine du risque encouru). En particulier, le risque de crédit peut être appréhendé, pour l'évaluation des exigences minimales requises, selon trois options : l'approche standard (SA), qui propose des pondérations fixes selon la catégorie d'exposition, l'approche notations internes fondation (FIRB) et l'approche notations internes avancée (AIRB), qui reposent toutes deux sur des estimations de risque fournies par les établissements (cf. encadré 1).

À la différence des normes actuelles, qui instituent la référence d'un ratio de 8 % pour un crédit standard (ce qui signifie que la même pondération est appliquée à un crédit à une grande entreprise et à un crédit à une PME), le nouveau dispositif prévoit une modulation des exigences en fonds propres en fonction de la qualité de crédit de la contrepartie. En ce sens, il incite au perfectionnement des outils de mesure et de gestion interne du risque développés par les

1 *Les nouvelles règles transposant les CRD (directives 2006/48 et 2006/49) reposent essentiellement sur les deux arrêtés du 20 février 2007 : le premier — l'Arrêté Fonds Propres — constitue le socle de la transposition et remplace les règles actuelles de calcul du ratio de solvabilité. Il contient les dispositions des Piliers 1 et 3 de la réforme de Bâle II. Le second arrêté — l'Arrêté Modificatif — assure la cohérence entre l'ensemble des textes réglementaires et adapte trois règlements pour garantir en totalité la transposition des normes de Bâle II : le règlement n° 90-02 sur les règles de calcul des fonds propres prudentiels (numérateur du ratio) ; le règlement n° 2000-03 sur les règles relatives à la surveillance consolidée ; le règlement n° 97-02 sur les règles relatives au contrôle interne (Cf. Pilier 2). Le dispositif a été complété par l'ordonnance publiée au* Journal officiel *du 20 avril 2007 prise sur le fondement de la loi du 20 février 2007 relative à la Banque de France. C'est cette ordonnance qui fixe les grands principes de mise en place du nouveau ratio de solvabilité pour les banques.*

2 *Période au cours de laquelle les établissements de crédit et les entreprises d'investissement devront déterminer leurs ratios de fonds propres selon les approches proposées, à l'exception des approches les plus avancées.*

ENCADRÉ 1

Le nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres – Bâle II

Le dispositif prudentiel Bâle II repose sur trois piliers :

Le Pilier 1 : améliorer le calcul des risques et moduler en conséquence leur couverture par des fonds propres.

Le Pilier 1 définit les méthodes de calcul des exigences minimales de fonds propres et les méthodes de mesure du risque de crédit, du risque de marché et du risque opérationnel. Trois approches sont proposées pour le risque de crédit :

• l'approche standard (SA), fondée sur le recours aux évaluations externes de crédit ; pour les engagements bancaires concernant les entreprises, elle requiert une table de correspondance entre la note établie par un organisme externe d'évaluation du crédit (OEEC) et les pondérations Bâle II ;

• l'approche notations internes fondation (FIRB) ;

• l'approche notations internes avancée (AIRB).

Les risques de marché et opérationnel font également l'objet d'approches standard et de modèles internes.

Les approches notations internes reposent sur la mesure par les banques elles-mêmes de leur exposition au risque de crédit à partir de différents paramètres : la probabilité de défaut de l'emprunteur, la perte en cas de défaut, l'exposition en cas de défaut et la durée résiduelle du prêt. Dans l'approche FIRB, l'établissement estime seulement la probabilité de défaut, les autres paramètres étant fixés par le Comité de Bâle, tandis que, dans l'approche AIRB, l'établissement doit lui-même estimer tous ces paramètres.

Le Pilier 2 : le processus de surveillance prudentielle : affiner le jugement apporté par le Pilier 1

Il est fondé sur quatre principes :

• l'évaluation par les banques de l'adéquation de leurs fonds propres par rapport à leur profil de risque ;

• l'examen par les autorités de supervision (en France, la Commission bancaire) des mécanismes de contrôle interne de la banque ;

• la possibilité pour les autorités de supervision d'imposer la constitution de fonds propres supérieurs au minimum réglementaire en fonction du profil de risque de chaque banque ; spécifiquement des risques complémentaires, non pris en compte dans le pilier 1, sont analysés, par exemple les risques de liquidité, de concentration, de taux et de réputation ;

• l'intervention des autorités de supervision, en cas de nécessité.

Le Pilier 3 : la discipline de marché : améliorer la transparence financière pour renforcer la discipline de marché et favoriser l'adoption de bonnes pratiques de gestion des risques.

établissements de crédit pour mesurer plus finement leurs expositions aux risques.

Au total, outre leur degré de différenciation plus fin des exigences de fonds propres, les méthodes de Bâle II intègrent davantage que les normes actuelles la réalité des risques et ce d'autant plus que l'établissement de crédit aura recours aux systèmes internes les plus avancés. En retour, ce dernier peut espérer bénéficier de moindres exigences de fonds propres.

1|2 Un traitement spécifique des engagements envers les petites et moyennes entreprises

En ce qui concerne la clientèle des entreprises, le nouveau dispositif prudentiel prévoit un traitement particulier en fonction de la nature de l'engagement banque-entreprise et du profil de risque de l'emprunteur. En ce sens, il fait la distinction entre, d'une part, le risque lié aux opérations de capital-investissement (apport de fonds propres à une entreprise par un établissement de crédit) et, d'autre part, les crédits bancaires octroyés aux entreprises (« risque entreprises »).

Le capital-investissement pondéré différemment des autres investissements en actions

D'une manière générale, les normes issues de l'accord de Bâle assimilent les risques liés aux opérations de capital-investissement au risque sur un portefeuille d'actions. Par conséquent, elles privilégient le recours à des méthodes prudentes pour ces expositions, considérées par nature plus risquées qu'un crédit bancaire classique.

De ce point de vue, les règles françaises reprennent les préconisations bâloises, en y apportant toutefois quelques assouplissements. En effet, si la nouvelle réglementation française retient dans le cadre de l'approche standard une pondération de 150 % comme pour le risque actions, elle accorde dans l'approche dite « IRB » un traitement plus favorable au capital-investissement qu'au risque actions. Plus précisément, dans l'approche IRB, une clause d'antériorité est accordée aux expositions de capital-investissement [3] détenues au moment du passage à Bâle II (elles restent pondérées à 150 % jusqu'en 2017). Pour les autres, le calcul des exigences peut être effectué selon les deux méthodes suivantes :

• la *méthode des pondérations simples* [4], qui retient des pondérations de 190 % pour le capital investissement détenu dans des portefeuilles suffisamment diversifiés, contre 290 % pour les actions cotées et 370 % pour toutes les autres expositions sur actions ;

• la *méthode des modèles internes*, pour laquelle l'établissement calcule une valeur en risque (VaR), soumise aux planchers de 190 % pour les portefeuilles suffisamment diversifiés, de 200 % pour les actions cotées et de 300 % pour toutes les autres expositions sur actions.

Le bénéfice d'une nouvelle pondération pour les crédits bancaires aux PME

Pour les prêts accordés aux entreprises, les nouvelles règles françaises reprennent le contenu du dispositif Bâle II qui reconnaît les caractéristiques spécifiques des PME et prévoit une segmentation plus fine des crédits alloués. Précisément, les nouvelles règles se réfèrent à des critères de taille, en termes de chiffre d'affaires annuel et de montant des crédits octroyés.

• Le portefeuille *corporate* (grandes entreprises) regroupe les concours aux entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 50 millions d'euros.

• Le portefeuille PME correspond aux créances sur les entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 50 millions d'euros. Il est ensuite affecté soit au portefeuille relevant de la banque de détail (PME-*retail*), soit au portefeuille de crédit aux entreprises (PME-*corporate*) selon notamment que le montant du crédit alloué est inférieur ou supérieur à 1 million d'euros.

D'une manière générale, une pondération plus favorable est attribuée aux PME, en premier lieu du fait de l'importance de leur rôle dans l'économie, en second lieu d'une relative absence de corrélation entre les défauts susceptibles d'affecter les entreprises de petite taille, alors qu'un défaut enregistré dans une grande entreprise pourrait avoir des répercussions en chaîne et un impact bien plus étendu. Spécifiquement, les crédits consentis aux « PME-*retail* » justifient de moindres exigences de fonds propres du fait de la plus grande diversification reconnue de cette activité, laquelle se traduit par une forte mutualisation du risque de crédit.

Dans le cadre de l'approche standard, les nouvelles règles prévoient une table de correspondance entre la note externe de crédit attribuée à la contrepartie par un organisme externe d'évaluation du crédit (OEEC) [5]

3 *À l'exclusion des financements à effet de levier détenus au 31 décembre 2007*

4 *Dans le cadre de Bâle II, les pondérations sont un peu plus élevées dans les deux cas : 300 % pour les actions cotées et 400 % pour les actions non cotées ; la pondération de 190 % n'existe pas.*

5 *Pour que les évaluations soient cohérentes, une référence commune à l'ensemble des OEEC a été fixée : l'échelle de notation de Standard and Poor's. Une équivalence est ainsi établie, à partir des probabilités de défaut attribuées à chaque note, entre l'échelle de note de l'OEEC et l'échelle de note de Standard and Poor's.*

et les pondérations de risque servant au calcul des exigences de fonds propres. Comme il a déjà été indiqué, la réglementation de Bâle I prévoyait une pondération de 100 % pour tous les crédits accordés aux entreprises. Une pondération de 75 % est désormais appliquée aux crédits accordés aux PME relevant de la banque de détail (PME-*retail*). Les autres engagements sur les PME (PME-*corporate*) sont pondérés en fonction de l'évaluation externe de l'entreprise. Ainsi, l'exigence de fonds propres sera, toutes choses égales par ailleurs, cinq fois moindre (pondération à 20 %) pour un crédit consenti à une entreprise notée AAA que pour un crédit à une entreprise notée BBB (pondération à 100 %).

Dans le cadre des *approches notations internes*, à la différence de l'approche standard qui repose sur des pondérations forfaitaires associées à des évaluations externes, les nouvelles règles prévoient un calcul des exigences de fonds propres à partir de fonctions de pondération [6] dont les variables sont des paramètres [7] estimés par l'établissement de crédit. À valeurs de paramètres identiques, c'est le portefeuille PME-*retail* qui bénéficie de la fonction de pondération la plus avantageuse.

2| Bâle II doit favoriser la relation banque-entreprise

Les études d'impact conduites sous l'égide du Comité de Bâle et les simulations réalisées par le Secrétariat général de la Commission bancaire révèlent que le nouveau dispositif réglementaire devrait avoir une incidence positive sur les conditions d'accès au financement des PME [8]. Ce dispositif exige toutefois d'elles, si elles souhaitent être évaluées objectivement, une plus grande transparence sur leurs performances. L'exploitation des données relatives aux cotations de la Banque de France montre que les PME n'ont, en règle générale, guère de raisons de craindre une pénalisation en termes de coût du crédit. Pour celles qui sont dans une situation plus fragile, la hausse du coût de leurs financements bancaires sera le plus souvent limitée et en tout état de cause appropriée au risque qu'elles représentent.

2 | 1 Vers une meilleure adéquation des exigences de fonds propres pour les crédits accordés aux PME

Le Secrétariat général de la Commission bancaire a réalisé des simulations de l'incidence du nouveau ratio sur le système bancaire français en se fondant sur une répartition des portefeuilles de crédit aux entreprises établie conformément à la nouvelle réglementation et en fonction des méthodes de calcul proposées. Pour le calcul des exigences de fonds propres, la cotation Banque de France des entreprises est utilisée comme barème d'évaluation externe du crédit dans l'approche standard et en lieu et place de la notation interne dans l'approche IRB, à l'aide de tables de correspondance reliant les pondérations aux différentes classes de risque.

Le tableau ci-après compare des exigences minimales à respecter dans le cadre du nouvel accord aux exigences relatives au dispositif Bâle I pour le système bancaire français [9], selon les approches standard et notations internes, pour le risque de crédit sur les entreprises.

De ces simulations, il ressort que le futur dispositif réglementaire ne devrait pas conduire à un durcissement des exigences de fonds propres pour les crédits aux entreprises, et ce quelle que soit l'approche utilisée. Si le scénario sous-tendant ces simulations se confirme, notamment si les risques du secteur des PME demeurent limités, la future réglementation ne devrait pas entraîner de hausse des exigences réglementaires sur les contreparties PME.

Tableau 1 Simulation des nouvelles exigences de fonds propres
(base 100 pour le ratio Bâle I)

(en %)

Exigences exprimées en pourcentage des exigences actuelles du ratio Bâle I	Approche standard	Approche notations internes IRB
PME-*corporate*	94,2	78,1
PME-*retail*	75,0	45,6

Note : Simulation réalisée sur les données de juin 2006 à partir des statistiques produites par le Service central des Risques et de la cotation Banque de France à cette même date.
Source : Secrétariat général de la Commission bancaire

6 *La fonction de pondération est la formule qui permet de calculer les encours risqués pondérés et par la suite les exigences de fonds propres prudentielles. Elle dépend des valeurs des paramètres de risques estimés par l'établissement de crédit.*
7 *Cf. encadré 1. À noter que le chiffre d'affaires annuel est également une variable retenue dans la fonction de pondération attribuée au portefeuille PME-corporate.*
8 *Plusieurs études effectuées en Europe (Banque Nationale de Belgique, Banque d'Espagne, Banque de France) ainsi qu'une étude conduite par PriceWaterhouse Coopers, en 2004, sur les crédits aux PME de la zone euro avaient déjà laissé augurer cette perspective.*
9 *L'analyse porte sur six grands groupes bancaires représentant environ 90 % de l'activité bancaire.*

Dans ce contexte conjoncturel de risque faible, certaines banques pourraient même réaliser des économies de fonds propres sur les crédits octroyés à ces firmes (qu'elles soient classées PME-*corporate* ou PME-*retail*). Dans ce contexte, il n'y a, dès lors, pas de raison que le taux moyen des crédits aux PME augmente à court terme, du fait de la nouvelle réglementation prudentielle.

En outre, ces simulations sont en ligne avec les résultats de l'étude d'impact (QIS5) réalisée auprès de l'industrie bancaire internationale [10] et publiée en juin 2006 par le Comité de Bâle, dont l'objectif était d'analyser les effets quantitatifs qu'auraient les nouvelles propositions relatives au Pilier 1 sur les exigences de fonds propres [11]. Selon les conclusions de cette étude, tant au niveau international qu'au niveau européen, la nouvelle réglementation ne devrait pas alourdir les exigences de fonds propres sur les crédits aux entreprises en général et les crédits aux PME en particulier, et ce quelle que soit l'approche employée.

Par ailleurs, les résultats de l'étude précitée montrent que les nouvelles exigences sont conformes aux objectifs de la réforme de Bâle II : les approches notations internes apparaissent plus incitatives que l'approche standard en termes d'exigences de fonds propres. En effet, qu'il s'agisse de crédits accordés aux PME ou aux TPE, la prise en compte plus fine du risque de crédit se traduit en général par des exigences de fonds propres plus faibles dans les approches notations internes que dans l'approche standard.

2|2 Une appréciation des banques sur les entreprises fondée sur des critères plus objectifs

L'évaluation de l'entreprise, qu'elle soit externe ou interne, s'appuie sur une démarche de collecte de données et sur des procédures d'analyse relativement normées, avec une validation en dernier ressort par l'autorité de supervision qui s'assure que les critères employés dans le cadre de cet exercice sont bien satisfaits. L'évaluation repose ainsi sur une méthodologie structurée qui apporte une garantie au chef d'entreprise sur son bien-fondé. Les PME ne devraient pas s'en trouver pénalisées, les plus performantes pouvant au contraire tirer parti de leurs bons résultats pour se financer à des conditions favorables.

Tableau 2 Comparaison entre l'échelle de *Standard and Poor's* et la cotation Banque de France

Comparaison notation/cotation	AAA à AA	A	BBB	BB	< B
Pondération du risque entreprise en %	20	50	100	100	150
Cotation Banque de France	3++ 3+	3	4+	4 5+	5,6 8 9 P

Pour l'illustrer il est possible d'utiliser le rapprochement effectué par la Banque de France entre l'échelle de référence de Standard and Poor's et sa cotation. Au regard du taux de défaut constaté, à chaque échelon de l'échelle de cotation a été associé l'un des niveaux de pondération prévu par l'approche standard.

Dans cette hypothèse d'une utilisation systématique de la cotation Banque de France dans le cadre de l'approche standard, 80 % des entreprises bénéficieraient d'un traitement plus favorable ou équivalent à celui d'aujourd'hui [12] :

• près de 15 % des entreprises (cotées 3++, 3+) bénéficieraient d'une pondération préférentielle à 20 %, un pourcentage légèrement supérieur (les entreprises cotées 3) d'une pondération à 50 % ;

• plus de 50 % (cotées 4+, 4 ou 5+) feraient l'objet d'une pondération à 100 % ;

• un peu moins de 20 % feraient l'objet d'une pondération supérieure à 100 %.

Une meilleure prise en compte du risque individuel conduit certes à une plus grande différenciation des taux d'intérêt pouvant aboutir à pénaliser les entreprises en moins bonne santé. Cette perspective mérite néanmoins d'être relativisée.

• Les banques françaises notent déjà leurs clients depuis de nombreuses années. La réforme de Bâle II a simplement suscité un approfondissement de la

10 Les résultats du QIS5 peuvent être consultés sur le site de la Banque des règlements internationaux : http://www.bis.org/

11 Cette étude d'impact se concentre sur les risques faisant l'objet d'une exigence de fonds propres au titre du Pilier 1 : le risque de crédit, le risque opérationnel et les risques de marché et n'intègre pas le Pilier 2. À la différence des précédentes études d'impact, les établissements ont eu la possibilité de ne renseigner que leur approche-cible, c'est-à-dire celle qu'ils adopteront effectivement sous Bâle II.

*12 Sans préjudice d'un éventuel classement en PME-*retail*, du fait d'un encours de crédit inférieur à 1 million d'euros.*

démarche. Les entreprises les plus fragiles se voient déjà appliquer un coût du crédit différencié.

• Il n'y a pas de lien mécanique entre le montant des fonds propres à constituer et le taux d'intérêt pratiqué. Ce dernier continue à dépendre de l'état du marché et de la concurrence bancaire ; or celle-ci demeure intense sur la plupart des places. Le coût du risque n'est en outre qu'un paramètre parmi d'autres de la tarification d'un crédit ; le taux est aussi fixé en fonction du coût de la ressource par exemple.

• L'observation des crédits distribués par catégorie de cotation Banque de France [13] montre que les entreprises cotées 5, c'est-à-dire celles qui apparaissent plus risquées tout en demeurant solvables, continuent de bénéficier en moyenne de financements relativement stables. Les établissements de crédit paraissent ainsi maintenir leurs engagements, dans la très grande majorité des cas, même lorsque les emprunteurs sont confrontés à davantage d'aléas, pourvus que ceux-ci soient contenus. Dans un contexte où le nombre de PME bénéficiaires de crédit s'accroît à un rythme assez soutenu (de l'ordre de 9 % en moyenne en 2005 et 2006, hors secteur immobilier), les établissements de crédit semblent ainsi disposer des outils qui leur permettent d'assumer un risque de crédit raisonnable sur les entreprises, qu'implique leur fonction de financement de l'économie.

• Une meilleure tarification du risque signifie normalement une plus grande disponibilité du crédit. Lorsque cette dimension n'est pas prise en compte, la réaction des établissements prêteurs peut être d'exiger le remboursement des crédits consentis aux entreprises fragiles dès qu'un retournement conjoncturel intervient. *A contrario*, si les risques sont bien mesurés et correctement rémunérés, ce type de comportement devrait être plus rare. À titre d'exemple, la suppression du taux de l'usure, gage d'une meilleure tarification en fonction du risque réellement encouru, a bien eu cet effet [14].

Au total, les effets du dispositif de Bâle II ne devraient pas influencer de manière significative le coût du crédit mais contribuer à la poursuite de l'amélioration des pratiques dans les relations entre les banques et les entreprises. La qualité et l'objectivité de l'évaluation des emprunteurs supposent en effet que soit renforcée la transparence de l'information entre les entreprises et les établissements de crédit. C'est l'intérêt de l'entreprise que soient mis en évidence ses points forts mais également ses vulnérabilités à un moment où des actions peuvent être engagées, avec l'appui éventuel des bailleurs de fonds, pour y remédier.

Pour le chef d'entreprise, cela nécessite de se tenir informé des facteurs susceptibles d'agir sur l'évaluation de son risque de signature. De ce point de vue, la cotation de la Banque de France peut constituer pour lui un repère et une référence particulièrement utiles.

En définitive, l'accord de Bâle II améliore l'environnement institutionnel dans lequel va s'inscrire la relation financière entre banques et PME. Il constitue un catalyseur pour diffuser les meilleures pratiques en matière d'échange d'information, de tarification du risque et de transparence. L'existence d'un volet tenant compte des caractéristiques propres des PME et des TPE témoigne de la prise en compte de l'intégration forte de ces dernières dans les circuits de financement de l'économie. L'accord de Bâle II répond, de ce point de vue, au souci de faire reposer la création et la croissance des PME sur une infrastructure financière solide. Ainsi, au-delà des objectifs prudentiels qui représentent la vocation fondamentale du dispositif, la mise en œuvre de cet accord devrait contribuer au développement des PME et TPE, acteurs d'une régénération de l'économie européenne, et participer par là même à l'objectif de relèvement de son potentiel de croissance poursuivi dans le cadre de la stratégie de Lisbonne.

13 Cf. annexe sur l'évolution du montant d'encours moyen de crédit suivant la cotation Banque de France de l'entreprise
14 Cf. rapport précité de la Banque de France au Parlement sur les conséquences de la suppression du taux de l'usure

ENCADRÉ 2

Élément d'information dans la relation banque-entreprise, la cotation Banque de France est non discriminatoire à l'égard des PME et TPE

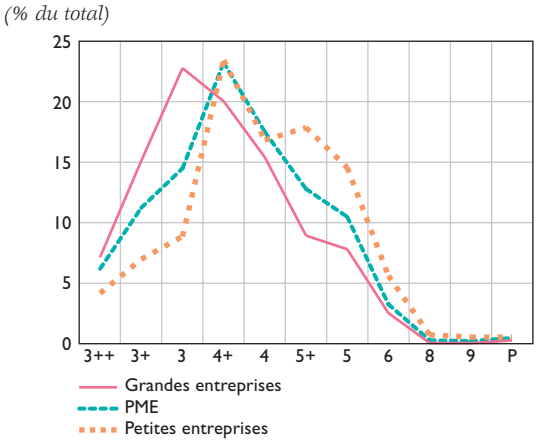
La cotation de la Banque de France est « une appréciation sur la capacité de l'entreprise à faire face à ses engagements financiers à un horizon de 3 ans ».

Elle est composée d'une « cote d'activité » (une lettre représentative du niveau de chiffre d'affaires) et d'une « cote de crédit » (l'appréciation de la Banque de France). Les entreprises cotées au vu d'une documentation comptable complète reçoivent l'une des onze cotes de crédit suivantes, de la meilleure à celle qui regroupe les entreprises en défaillance (mise en redressement judiciaire ou liquidation immédiate) : 3++, 3+, 3, 4+, 4, 5+, 5, 6, 8, 9, P.

- *Les entreprises qui se voient attribuer la meilleure cote « 3++ » sont,* ***trois ans après****, quinze fois moins défaillantes que la moyenne.*
- *Le rapport est proche de dix fois moins pour la cote suivante « 3+ », de cinq fois moins pour la cote « 3 ».*
- *Les entreprises cotées « 4+ » sont toujours dans une position favorable (deux fois moins défaillantes que la moyenne).*
- *Les entreprises cotées « 4 » sont un peu moins défaillantes que la moyenne.*
- *Ensuite, les entreprises présentent des taux de défaillance supérieurs à la moyenne, juste un peu plus pour les cotes « 5+ », les taux deviennent très élevés dès lors qu'apparaissent des incidents de paiement en nombre significatif (cotes « 8 » puis « 9 », cette dernière cote étant assimilée à une « tombée en défaut » par la Banque de France).*

Une des caractéristiques de la « cotation Banque de France » est qu'elle n'exerce pas d'effet discriminatoire en fonction de la taille de l'entreprise. La taille n'est pas un critère, en tant que tel, pour le choix du niveau de cotation. À considérer les entreprises cotées au vu d'un bilan, la part des cotes 3 (3++, 3+ ou 3) est certes plus faible, avec près de 20 %, parmi les TPE (moins de 1,5 million d'euros de chiffre d'affaires hors taxes – CAHT) que parmi les PME (de 1,5 à 50 millions d'euros de CAHT) pour lesquelles cette part est de l'ordre du tiers, que parmi les grandes entreprises (plus de 50 millions d'euros de CAHT) où elle excède 40 %. Cette structure des cotes, qui reflète la réalité des défaillances constatées, s'explique par les moindres possibilités de diversification des petites entités, que ce soit en termes de clients, de fournisseurs, de marchés, de produits ou de financements. Par ailleurs, les grandes entreprises, ou les PME les plus importantes, s'appuient souvent sur une structure de groupe, à même de les soutenir en cas de difficultés. Il n'en reste pas moins que des critères pertinents et sélectifs permettent de bien identifier les petites entités qui ont peu de chances de défaillir, ainsi que l'attestent les taux observés a posteriori.

Distribution des entreprises cotées par la Banque de France
(au vu de leur documentation comptable)



Bibliographie

Bulletin de la Commission Bancaire n° 30 (2004)
« Le traitement des engagements sur les PME dans Bâle II » (CP3), avril

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2005)
« *International convergence of capital measurement and capital standards* », novembre

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2006)
Results of the fifth quantitative impact study, juin, http://www.bis.org/

Communiqué de la Fédération bancaire française (2005)
« Bâle II et normes comptables : quelles conséquences pour les relations des PME avec leur banque ? », juin

Dietsch (M.) et Petey (N.) (2005)
« *Effects of the New Basle Accord on Bank Capital Requirements for SMEs* », Journal of Financial Services Research, vol 28

Dietsch (M.) et Tisseyre (A.) (2005)
« Bâle II et les PME : prospective sur les conditions d'accès au crédit des PME », *Revue Banque*, n°669, mai

Masschelein (N.) (2003)
« *The Basel II Capital Accord, SME loans and implications for Belgium* », *Revue de la stabilité financière*, Banque Nationale de Belgique, (www.bnb.be), juin

Price Waterhouse Coopers and NIESR Research for European Commission (2004)
« *Study on the Financial and Macroeconomic Consequences of the Draft Proposed New Capital Requirements for Banks and Investment Firms in the EU* », http://europa.eu.int

Saurina (J.) et Trucharte (C.) (2003)
« *The impact of Basle II on lending to small and medium-sized firms* », Banque d'Espagne (www.bde.es), juin

Thoraval (P.Y.) et Duchateau (A.) (2003)
« Stabilité financière et nouvel accord de Bâle », Banque de France, *Revue de la stabilité financière* n° 3, novembre

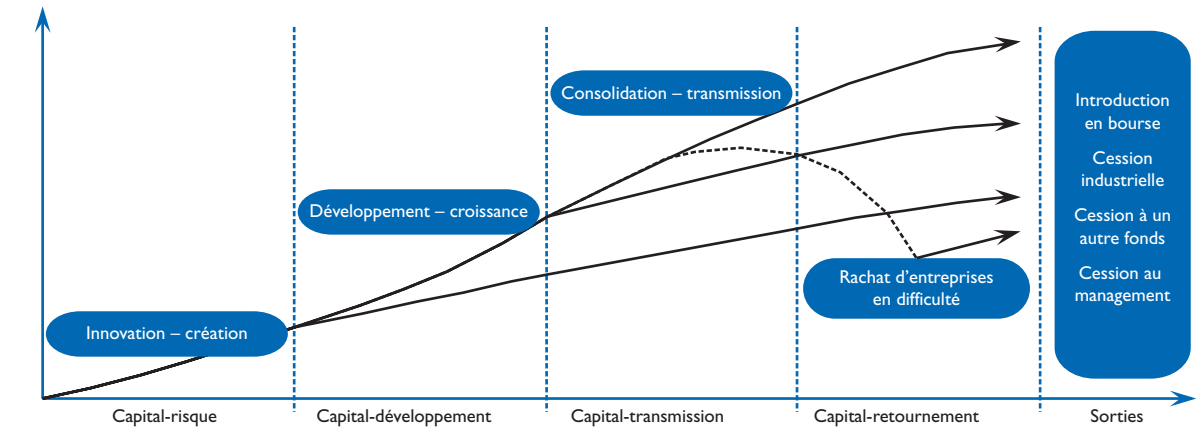
Thoraval (P.Y.) (2006)
« Le dispositif de Bâle II : rôle et mise en œuvre du pilier 2 », Banque de France, *Revue de la stabilité financière* n° 9, décembre

Note thématique n° 1
Private equity

Définition du *private equity*

Le métier du capital-investissement ou private equity *consiste, originellement, à prendre des participations dans le capital de petites et moyennes entreprises généralement non cotées. Cette prise de participation permet de financer leur démarrage, leur croissance, leur transmission, parfois leur redressement et leur survie. Le métier s'exerce sur quatre segments : le capital-risque (*venture capital*), le capital-développement, le capital-transmission/LBO et le capital-retournement (cf. schéma). De plus, on distingue les opérations avec apport en fonds propres (capital-risque, capital-retournement) et les opérations avec effet de levier combinant un apport en dette et en fonds propres (capital-développement, capital-transmission/LBO). Les premières concernent les segments situés respectivement au début et à la fin du cycle de vie de l'entreprise, qui correspondent aux phases généralement les plus risquées (et en principe les plus rémunératrices), les secondes s'adressent à des entreprises aux revenus réguliers et leur permettent de franchir de nouveaux paliers (financement de la croissance organique ou externe), de traverser des difficultés temporaires (retournement) ou de pérenniser la société (transmission).*

Capital-investissement et cycle de vie de l'entreprise



Source : AFIC

Investissements de *private equity* réalisés en France en 2006

(montants et taille moyenne d'investissements en milliers d'euros)

Stade de développement	Montant	%	Nombre d'investissements	%	Nombre d'entreprises	%	Taille moyenne d'investissements
Amorçage et création (a)	536 031	5	717	30	335	24	748
Développement (b)	1 056 965	11	758	32	481	35	1 393
Transmission/LBO	8 074 642	79	580	24	362	26	13 925
Retournement/redressement (c)	95 141	1	34	1	24	2	2 824
Rachat de positions minoritaires	117 475	1	99	4	66	5	1 186
Autres (d)	283 943	3	210	9	108	8	1 350
Total	**10 164 197**	**100**	**2 398**	**100**	**1 376**	**100**	**4 239**

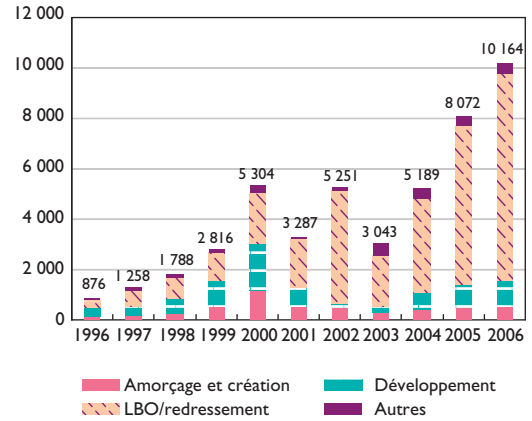
(a) À partir de l'année 2000, les postes création et post-création ont été regroupés en une seule rubrique.
(b) À partir de l'année 2005, le retournement/redressement est sorti de la rubrique développement.
(c) À partir de l'année 2005, la rubrique retournement/redressement a été ajoutée.
(d) À partir de l'année 2003, la rubrique autres a été ajoutée.

Source : AFIC

.../...

Historique des investissements de *private equity* en France

(en millions d'euros)



Source : AFIC

Le private equity *en France*

La France représente le second marché en Europe pour le private equity, *derrière le Royaume-Uni avec une part de marché de 15 % des investissements en 2006. Selon les données de l'AFIC [1], le capital-investissement français a connu une forte progression, avec une croissance moyenne annuelle de 26 % des investissements sur les dix dernières années (1997-2006), culminant à 10,2 milliards d'euros en 2006. Ce sont ainsi près de 1 376 entreprises qui ont été reprises en 2006 (contre 1 253 en 2005) avec une taille moyenne d'investissement en capital de 4,2 millions d'euros.*

Le marché français du private equity *est un marché dual, avec d'un côté une multitude d'opérations de taille modeste portant sur des PME [2], et de l'autre côté un petit nombre de « mega deals » qui représentent une proportion significative du volume total des investissements. Cette polarisation s'explique par l'abondance de financements qui permet aux grands fonds de conclure – seuls ou à plusieurs – ces opérations d'envergure. À titre illustratif, le LBO de la société Europcar par Eurazeo en mars 2006 s'est élevé à 3,1 milliards d'euros (dette + capital [3]).*

En termes de segments d'activité, le LBO atteint près de 80 % du volume total des investissements en private equity *réalisés en 2006 avec 8,1 milliards d'euros. Ce segment d'activité affiche la plus forte croissance sur les dix dernières années, avec un taux de progression moyen annuel de 40 % sur la période 1996-2006. À l'inverse, avec 536 millions d'euros d'investissements en 2006, l'activité de capital-risque ne représente que 5 % du volume total (à comparer à 22 % en 2000), et reste, en montant, deux fois moins élevée qu'au moment du pic de 2000.*

Enfin, on constate de plus en plus une internationalisation de l'activité de private equity. *Plus précisément, sur les 10 milliards d'euros de capitaux investis en 2006 par les membres de l'AFIC, 18 % ont été investis à l'étranger, essentiellement en Europe. À ces investissements initiés en France et à l'étranger par des opérateurs français, s'ajoutent 2,5 milliards d'euros investis en France par des opérateurs étrangers. L'internationalisation se reflète de manière encore plus marquante dans l'origine des capitaux investis, avec presque 40 % de ces capitaux provenant de source étrangère (24 % d'Europe et 17 % du reste du monde). Cette internationalisation confirme ainsi l'attractivité du marché français du* private equity.

Le rôle du *private equity* dans l'économie

Même si en volume, leur importance reste très relative par rapport aux autres sources de financement des entreprises (autofinancement, crédit bancaire, marchés financiers), les fonds de private equity *jouent un rôle d'aiguillon dans l'économie. Plus précisément, au niveau microéconomique, le capital-investissement permet d'accélérer la croissance des PME, en leur permettant non seulement d'accéder à des capitaux (allégeant les contraintes de refinancement bancaire), mais aussi de bénéficier de l'expérience et du réseau professionnel des associés des fonds et par ricochet, d'aligner les intérêts des managers sur ceux des actionnaires. Enfin, au niveau macroéconomique, le capital-investissement permet d'accroître la productivité globale de l'économie, en allouant les ressources financières aux activités les plus productives et les plus innovantes.*

.../...

1 *AFIC / PWC, Rapport sur le capital-investissement en France en 2006,* http://www.afic.asso.fr/Images/Upload/Statistiques/rapport_activite_CI_2006.pdf
2 *Les PME/PMI réalisant un chiffre d'affaires de moins de 50 millions d'euros représentaient 78 % du nombre de cibles en 2006 mais seulement 23 % du montant total des investissements.*
3 *En supposant que l'apport en capital représente un tiers du total, on peut estimer ce dernier à 1 milliard d'euros.*

Toutefois le capital-investissement est parfois critiqué. Au niveau de l'entreprise, les critiques portent sur la prépondérance de la vision financière — centrée sur la réalisation d'une plus-value à court terme — qu'auraient les investisseurs en capital, au détriment d'un projet industriel à long terme. Les opérations de LBO peuvent en effet conduire à une fragilisation du bilan des entreprises, dès lors que les structures d'endettement sont « agressives », conduisant à diminuer la part des fonds propres en proportion du total du bilan. Cette « perte de substance » peut être accentuée par la multiplication récente des opérations dites de « recapitalisation » ou de LBO secondaires, qui permettent aux actionnaires de sortir ou de récupérer leur investissement initial en allongeant la maturité de la dette et en se versant à cette occasion des dividendes exceptionnels.

Pour les entreprises cotées, le rachat par un fonds de private equity *peut être avantageux lorsque la liquidité sur les actions est trop faible, ou lorsque les exigences des investisseurs deviennent trop fortes [4] et ne permettent plus de mener à bien des restructurations coûteuses ou des projets de développement étalés sur plusieurs années [5]. Toutefois, si ce type d'opérations venait à se multiplier, cela conduirait à une contraction et à une moindre liquidité des marchés publics de l'épargne [6]. À cet égard, en France, les opérations de* Public-to-Private *restent encore marginales, puisqu'elles ne représentent que deux sorties de bourse sur les cinquante et une entreprises radiées de la cote parisienne en 2006 [7]. En effet, pour mener à bien ce type d'opération en France, un investisseur doit détenir au minimum 95 % du capital de l'entreprise afin de retirer celle-ci de la cote [8].*

Les implications du *private equity* pour la stabilité financière

Le marché du private equity *est un marché cyclique, avec des phases de levées de fonds et des phases de sortie des investissements qui dépendent de la dynamique des marchés boursiers et des taux d'intérêt. À cet égard, la période 2003-2006 caractérisée par un bas niveau des taux d'intérêt à long terme et des marchés boursiers en hausse était favorable au* private equity *et notamment aux opérations de LBO, qui ont dépassé en volume et en nombre les pics atteints lors du cycle précédent (1996-2000), faisant craindre à certains un risque de bulle sur ce marché, avec des ratios dette/Ebitda historiquement élevés (de l'ordre de 8 à 10), notamment pour les «* jumbo deals *» supérieurs à 1 milliard de dollars. Des incertitudes apparaissent sur le comportement futur des entreprises actuellement sous LBO en cas de retournement économique, d'autant que la dette contractée est remboursée* in fine *à 90 % — voire à 100 % [9] — et que les difficultés sont difficiles à détecter en amont.*

La distinction traditionnelle entre fonds propres et dette a laissé place à une sophistication des montages avec un continuum *d'instruments diversifiés (dette senior amortissable ou* in fine*, dette « second lien », dette mezzanine senior et junior, obligations convertibles, actions préférentielles, etc.) correspondant à des couples risque/rendement différents. D'autre part, le développement de la titrisation et des dérivés de crédit a permis aux banques de transférer 70 % en Europe — et jusqu'à 100 % aux États-Unis — du risque lié à la dette LBO à des acteurs non bancaires [10] (fonds de CDO/CLO et* hedge funds*). Ces changements structurels induisent également une perte d'information sur les porteurs finaux du risque LBO, qui rend incertaines les conséquences systémiques d'un retournement du marché du* private equity*. Dans un contexte d'endettement élevé, couplé à un certain relâchement des conditions d'octroi de crédit et une érosion des marges de crédit, le financement des opérations de* private equity *pourrait se retrouver fragilisé par un retournement (ou même un infléchissement) économique. Le comportement des nouveaux détenteurs non bancaires du risque pourrait être sensiblement différent de celui des banques en cas de multiplication des défaillances, notamment en privilégiant une faillite rapide plutôt que de tenter une restructuration de dette souvent longue et dont l'issue est incertaine.*

4 *À cet égard, on peut penser que les contraintes introduites par la législation Sarbannes-Oaxley aux États-Unis pour les sociétés cotées ont rendu plus attractives les opérations de Public-to-Private.*
5 *Cf. O'Neill (J.), Lawson (S.) and Heacock (D.) (2007) : «* Private equity 'barbarians' are bigger and bolder, but not bad *», GS Global Economics Weekly, Issue No:07/10, March*
6 *On peut néanmoins aussi penser que c'est un phénomène cyclique qui devrait se résorber à mesure que ces sociétés sont réintroduites sur le marché coté à l'occasion des sorties d'investissements réalisées par les fonds.*
7 *Chiffres Euronext Paris*
8 *Cette proportion n'est que de 65 % à 75 % dans des pays tels que les États-Unis ou la Grande-Bretagne.*
9 *On constate ainsi la quasi-disparition de la tranche senior A (amortissable) dans certains montages récents de LBO.*
10 *Cf. « Les mécanismes de transfert de risque sont-ils suffisamment robustes ? » dans le numéro de décembre 2006, de la* Revue de la stabilité financière *de la Banque de France*

NB : Cette note thématique a été préparée par A. Kateb, service des Études sur les marchés et la stabilité financière de la Banque de France.

Note thématique n° 2
Financement des PME et normes comptables

Les attentes du banquier et du dirigeant en matière d'états comptables

Dans la relation entre l'entreprise et son banquier, la confiance suppose une communication suffisamment transparente. Les états financiers, et donc indirectement les normes comptables, jouent un rôle important dans la réalité de cette transparence.

*Si le dirigeant dispose d'une certaine marge de manœuvre quant à la présentation de ses comptes et surtout quant à la communication qu'il en fait, les normes comptables, qui régissent l'établissement des états financiers, jouent un rôle majeur quant au contenu de l'information financière transmise. À cet égard, les bouleversements actuels dans les normes comptables françaises, liés aux effets indirects de l'introduction des normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*) pour les sociétés cotées, ne doivent pas faire oublier que les utilisateurs, et en particulier le dirigeant et son banquier, ont à l'égard de ces normes des attentes importantes.*

La préoccupation principale du banquier en matière d'états comptables est de pouvoir évaluer de manière sûre et rapide la qualité du crédit de l'entreprise.

De son côté, le dirigeant souhaite satisfaire au mieux et à moindres coûts les principaux utilisateurs de ses comptes, notamment son (ou ses) banquier(s), l'administration fiscale et de plus en plus souvent ses fournisseurs. Il convient de conserver à l'esprit que l'information des marchés financiers ne concerne qu'une minorité d'entreprises, quelques centaines sur les quelque 600 000 entreprises devant établir une « liasse fiscale » complète.

La réponse actuelle des IFRS face à ces attentes

Les normes IFRS ont fait leur entrée en Europe en 2005 suite à un règlement de la Commission européenne imposant aux sociétés cotées d'utiliser les normes IFRS dans leurs comptes consolidés.

*L'arrivée de ces nouvelles normes a eu des répercussions sur l'ensemble de la comptabilité française après la décision de convergence prise par le normalisateur français, pour les comptes sociaux, au début des années 2000. Récemment, l'IASB (*International Accounting Standards Board*), organisme indépendant en charge de l'élaboration des normes IFRS, a fait paraître pour consultation un projet de normes IFRS adaptées aux PME. Inscrit dans la droite ligne des normes IFRS applicables aux sociétés cotées, ce projet soulève un certain nombre d'interrogations quant à sa capacité de répondre au mieux aux attentes tant des banquiers que des dirigeants d'entreprise.*

Des états financiers qui ont été conçus pour servir avant tout les besoins des investisseurs

Les préoccupations de l'investisseur sont tournées en premier lieu vers la valeur de son investissement et les perspectives d'évolution de cette valeur. La question de la valorisation au plus juste de l'entreprise est donc centrale pour l'investisseur, ce qui se traduit par l'importance donnée à la juste valeur dans les normes IFRS. À ce titre, les attentes de l'investisseur en matière d'états financiers divergent un tant soit peu de celles du banquier ou du dirigeant.

En l'état actuel, il convient néanmoins de noter que la juste valeur demeure relativement cantonnée dans les normes IFRS. Néanmoins, certaines options de réévaluation des actifs génèrent, notamment dans le cas des PME, des inquiétudes sur la manière dont ces options pourraient être appliquées. En outre, les réflexions en cours au niveau de l'IASB sur une possible extension du recours à la juste valeur, qui viendrait accroître l'exposition des comptes aux fluctuations du marché, vont à l'encontre du besoin de fiabilité (et de prudence) formulé par le banquier.

.../...

Les IFRS font abstraction de toute considération juridique ou fiscale

Par construction, les IFRS ont été élaborées en dehors de tout contexte juridique et fiscal. Si cette approche peut paraître légitime dans le cadre international de sociétés cotées sur un marché, elle soulève un problème de fond pour les PME qui, en cas d'incompatibilité irréductible entre les exigences comptables et fiscales, seraient amenées à tenir une double comptabilité, ce qui entraînerait une augmentation sensible des coûts liés à l'établissement des comptes, sans bénéfice évident à attendre en retour.

Les IFRS n'intègrent pas de présentation normalisée des comptes

Si les questions de présentation des états financiers peuvent sembler accessoires au premier abord, elles constituent néanmoins un enjeu essentiel pour les banques, qui ont besoin de récupérer l'information comptable et financière dans leur propre système d'information. Étant donné le volume des informations collectées et, par conséquent, les sommes en jeu, la question mérite d'être prise en considération.

En conclusion, *la question des normes comptables, dans le contexte de l'émergence des normes IFRS, n'est pas neutre dans la relation entre l'entreprise et son banquier. Une réduction de la transparence, liée à des états financiers moins adaptés que les états actuels aux besoins de la profession bancaire, aurait pour corollaire probable la demande de documents complémentaires spécifiques par les banques et potentiellement un allongement des délais d'examen des demandes. Une autre réponse des banques face à des données plus difficiles à traiter pourrait être que la prise en compte de ces asymétries d'information accrues se traduiraient par une augmentation du coût du financement pour les PME.*

NB : Cette note thématique a été préparée par S. Marchal, direction des Entreprises de la Banque de France.

STATISTIQUES

Situation économique générale

1	Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France	S3
2	Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (données CVS)	S4
3	Indices des prix à la consommation	S5
4	Compétitivité de l'économie française	S6
5	Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France	S7
6	Balance des paiements – Transactions courantes et capital (données trimestrielles) – France	S8
7	Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France	S9
8	Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France	S10
9	Balance des paiements (données mensuelles) – France	S11
10	Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)	S12

Monnaie, placements et financements

11	Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro	S13
12	Bilan de la Banque de France	S14
13	Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France – France	S15
14	Dépôts – France	S16
15	Dépôts à terme – France	S17
16	Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France	S18
17	Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France et zone euro	S19
18	Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France	S20
19	Financements et placements des agents non financiers – Zone euro	S21
20	Financements et placements des agents non financiers – France	S22
21	Financements et placements des sociétés non financières – France	S23
22	Financements et placements des ménages – France	S24
23	Financements et placements des administrations publiques – France	S25
24	Endettement intérieur total (EIT), répartition par instruments – France	S26
25	Endettement intérieur total (EIT) – France	S27
26	Rémunération des dépôts – France et zone euro	S28
27	Coût du crédit – France et zone euro	S29
28	Coût du crédit – France	S30

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

29 Taux d'intérêt S31
30 Liquidité bancaire et refinancement — Zone euro S32
31 Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires S33
32/33 Titres de créances négociables — France S34/S35
34 Titres d'OPCVM — France S36
35 Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales) S37
36 Émissions d'obligations et d'actions cotées par les résidents français S38

Autres statistiques

37 État des défaillances d'entreprises par secteurs — France S39
38 Systèmes de paiement de masse — France S40
39/40 Systèmes de paiement de montant élevé — Union européenne (à 15) S41/S42
41 Systèmes de paiement de montant élevé — France S43

Notice méthodologique S45

Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet S53

Séries chronologiques S54

Avertissement

Depuis le 1er janvier 2007, la zone euro et l'Union européenne se sont agrandies. Les données statistiques en tiennent compte à partir de cette date.

La révision des comptes 2004-2005, consécutive à la campagne des comptes annuels 2006 publiés le 21 mai 2007, apporte de fortes révisions aux titres de créance. Le reclassement effectué sur les OPCVM tient compte d'une meilleure utilisation de l'enquête titres.

Les données du cahier sont celles disponibles dans la base de données « BSME » de la Banque de France, aux dates mentionnées.

Figure 1
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France

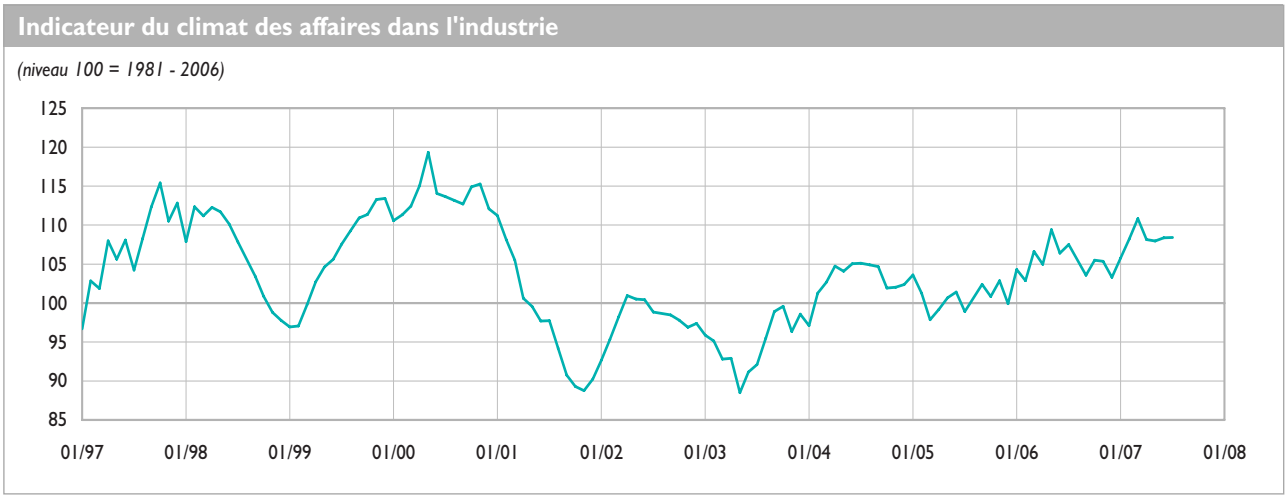
(données cvs)

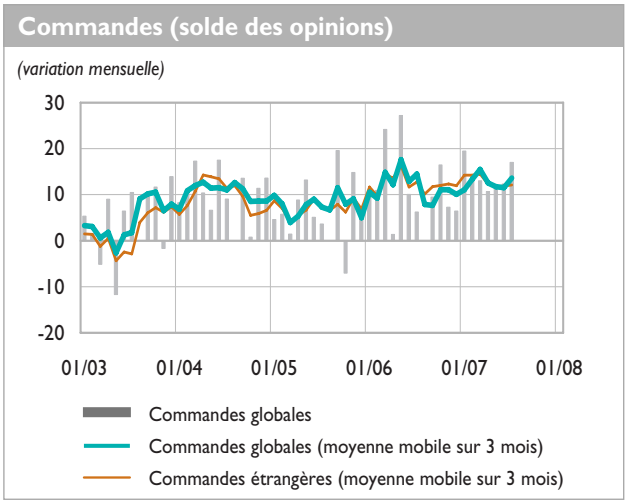
	2007						
	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.
Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)							
Ensemble	**27**	**14**	**8**	**10**	**9**	**11**	**13**
Biens intermédiaires	17	12	3	7	8	10	14
Biens d'équipement	27	13	14	16	12	17	13
Industrie automobile	27	38	15	0	-2	-3	2
Biens de consommation	35	9	2	13	2	15	19
Industries agricoles et alimentaires	22	8	10	14	9	2	8
Production pour les prochains mois (a)							
Ensemble	**11**	**10**	**6**	**6**	**15**	**7**	**2**
Biens intermédiaires	13	11	7	8	15	6	-6
Biens d'équipement	16	17	13	9	21	12	7
Industrie automobile	12	-5	-13	-13	6	-13	-37
Biens de consommation	7	11	10	8	13	11	-1
Industries agricoles et alimentaires	16	13	14	11	15	15	10
Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)							
Globales	**19**	**14**	**13**	**11**	**12**	**12**	**17**
Étrangères	19	13	12	12	11	12	13
Niveau du carnet de commandes (a)							
Ensemble	**25**	**26**	**28**	**30**	**29**	**27**	**29**
Biens intermédiaires	20	22	23	23	23	25	25
Biens d'équipement	62	62	66	71	68	65	63
Biens de consommation	22	20	22	25	23	21	25
Industries agricoles et alimentaires	20	17	19	22	26	7	13
Niveau des stocks de produits finis (a)							
Ensemble	**6**	**1**	**2**	**1**	**2**	**3**	**3**
Biens intermédiaires	1	-2	-1	-4	-2	-2	-3
Biens d'équipement	12	4	7	5	7	12	9
Industrie automobile	10	4	6	5	1	8	6
Biens de consommation	7	6	5	9	8	9	10
Industries agricoles et alimentaires	-2	-3	-4	-5	-3	-5	-1
Taux d'utilisation des capacités de production (b)							
Ensemble	**85,1**	**86,1**	**86,1**	**85,9**	**85,6**	**85,8**	**85,2**
Évolution des effectifs (ensemble) (a)							
Par rapport au mois précédent	1	1	3	1	1	-2	0
Au cours des prochains mois	-4	-3	-5	-5	-4	-3	-5
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)							
	106	**108**	**111**	**108**	**108**	**108**	**108**

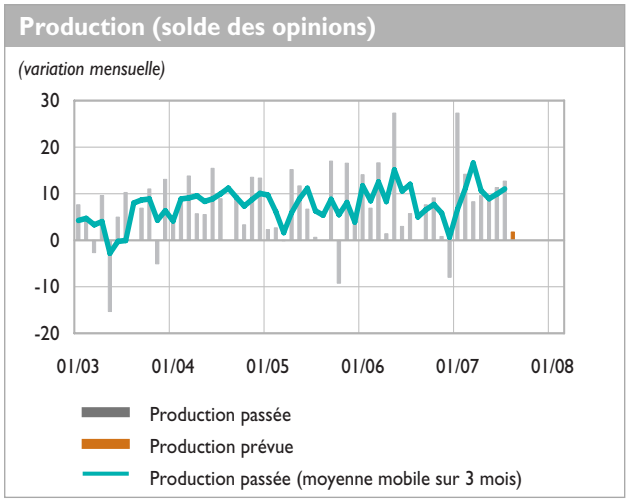
(a) Données exprimées en solde des opinions
(b) Données exprimées en pourcentage
(c) L'indicateur du climat des affaires résume le jugement des industriels sur la situation conjoncturelle. Plus il est élevé, plus l'appréciation est favorable. L'indicateur est calculé selon la technique de l'analyse en composantes principales à partir des données de l'enquête lissées sur trois mois. Par construction, sa moyenne est égale à 100.

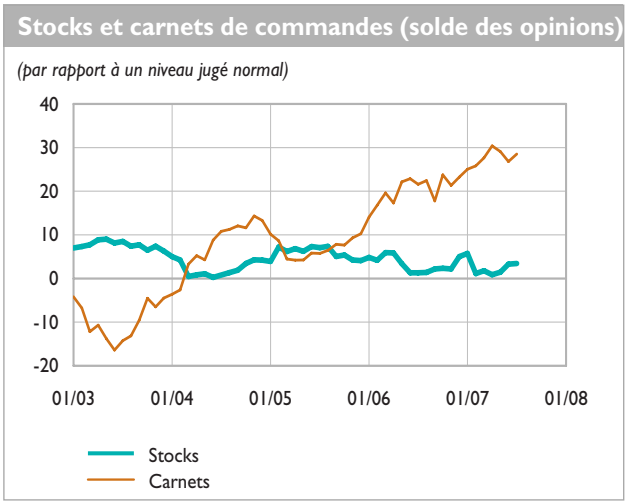
Source : Banque de France *Réalisé le 19 septembre 2007*

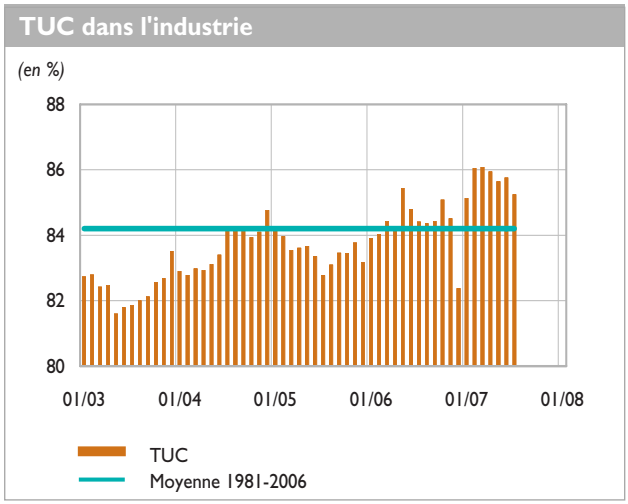
Figure 2
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (données CVS)











Source : Banque de France

Réalisé le 19 septembre 2007

Figure 3
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)

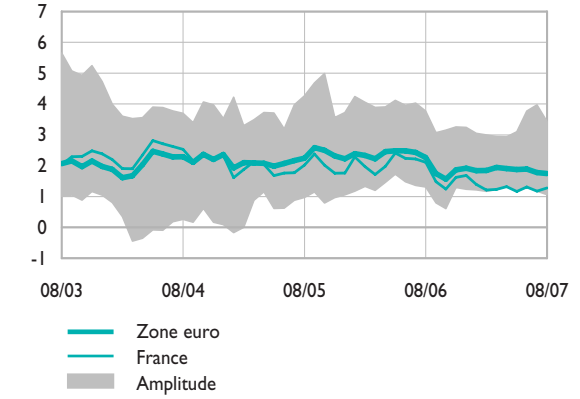
	2006	2007							
	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août
France	1,7	1,4	1,2	1,2	1,3	1,2	1,3	1,2	1,3
Allemagne	1,4	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Italie	2,1	1,9	2,1	2,1	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7
Zone euro	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7
Royaume-Uni	3,0	2,7	2,8	3,1	2,8	2,5	2,4	1,9	nd
Union européenne	2,2	2,1	2,2	2,3	2,2	2,1	2,2	2,0	1,9
États-Unis	2,5	2,1	2,4	2,8	2,6	2,7	2,7	2,4	nd
Japon	0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,0	nd

(moyenne annuelle) *(variation mensuelle CVS)*

	2004	2005	2006	2007					
				mars	avril	mai	juin	juil.	août
France	2,3	1,9	1,9	0,1	0,3	0,2	0,2	0,0	0,4
Allemagne	1,8	1,9	1,8	0,1	0,3	0,1	0,1	0,3	nd
Italie	2,3	2,2	2,2	0,2	0,1	0,2	0,2	-0,1	0,2
Zone euro	2,1	2,2	2,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1
Royaume-Uni	1,3	2,0	2,3	0,3	0,1	0,1	0,3	-0,3	nd
Union européenne	2,3	2,3	2,3	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	2,7	3,4	3,2	0,6	0,4	0,7	0,2	0,1	nd
Japon	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,2	0,2	-0,1	0,1	nd

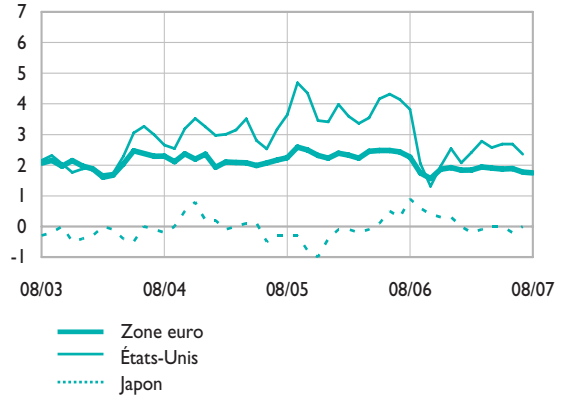
France et zone euro

(glissement annuel en %)



Comparaisons internationales

(glissement annuel en %)

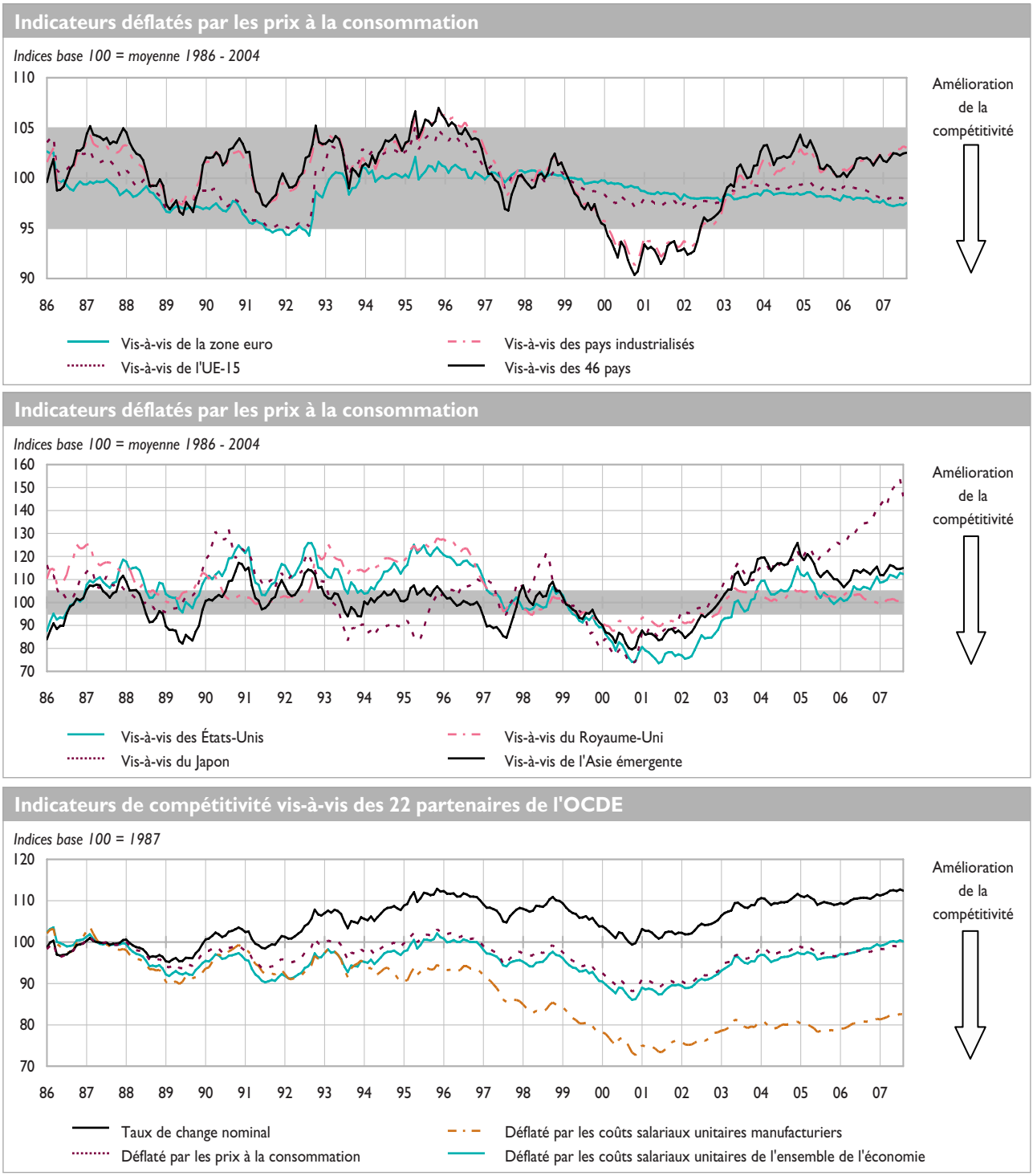


Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon
Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro

Sources : nationales, Eurostat

Réalisé le 19 septembre 2007

Figure 4
Compétitivité de l'économie française



Partie grise : écart de + ou - 5% par rapport à la moyenne de longue période
Voir notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin

Sources : nationales, Banque de France, BCE, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datatstream
Calculs : Banque de France

Réalisé le 19 septembre 2007

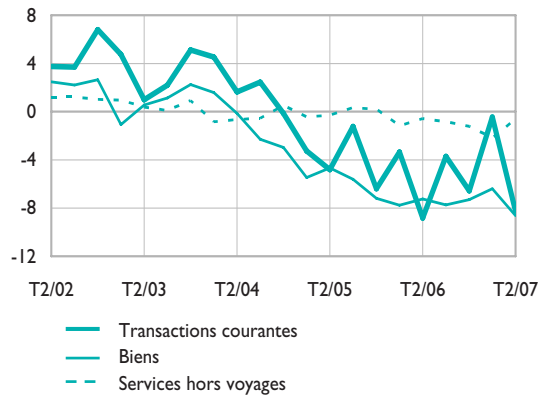
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2006			2007	
			T2	T3	T4	T1	T2
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
Compte de transactions courantes	**-15 702**	**-22 452**	**-8 822**	**-3 714**	**-6 571**	**-452**	**-8 262**
Biens	-22 950	-30 029	-7 242	-7 734	-7 298	-6 403	-8 623
Services hors voyages	-190	-3 795	-581	-824	-1 219	-2 185	-590
Voyages	10 834	12 066	3 911	5 786	1 130	1 239	3 911
Revenus	18 716	21 040	960	6 064	7 828	8 028	3 580
Transferts courants	-22 112	-21 734	-5 870	-7 006	-7 012	-1 131	-6 540
Compte de capital	**511**	**-188**	**-245**	**182**	**75**	**330**	**1 162**
Compte financier	**-10 503**	**63 912**	**15 800**	**22 879**	**-27 363**	**22 352**	**2 863**
Investissements directs	-32 091	-27 071	-13 844	-12 508	-13 300	-7 652	-18 957
Français à l'étranger	*-97 275*	*-91 700*	*-31 156*	*-21 617*	*-33 524*	*-27 890*	*-45 753*
Étrangers en France	*65 184*	*64 629*	*17 312*	*9 109*	*20 224*	*20 238*	*26 796*
Investissements de portefeuille	-13 671	-59 522	-8 713	-24 199	11 100	12 630	370
Avoirs	*-194 481*	*-270 546*	*-36 676*	*-75 958*	*-68 291*	*-45 849*	*-47 635*
Engagements	*180 810*	*211 024*	*27 963*	*51 759*	*79 391*	*58 479*	*48 005*
Produits financiers dérivés	5 205	3 337	2 303	2 075	-1 749	-1 818	-1 451
Autres investissements	22 997	155 946	37 808	61 156	-20 469	19 593	22 301
Avoirs de réserve	7 055	-8 775	-1 754	-3 643	-2 944	-402	600
Erreurs et omissions nettes	**25 693**	**-41 274**	**-6 734**	**-19 348**	**33 858**	**-22 230**	**4 237**

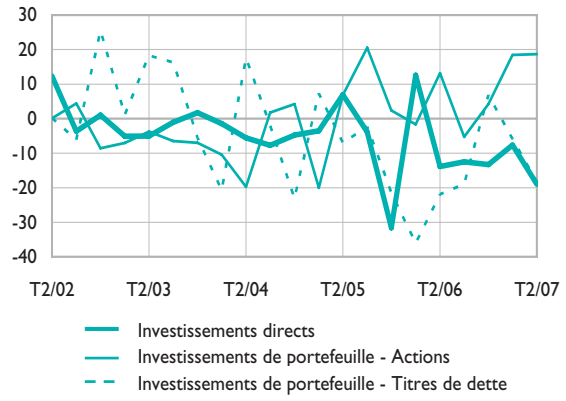
Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



(a) Chiffres semi-définitifs
(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 19 septembre 2007

Figure 6
Balance des paiements – Transactions courantes et capital (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2006			2007	
			T2	T3	T4	T1	T2
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
Compte de transactions courantes	**-15 702**	**-22 452**	**-8 822**	**-3 714**	**-6 571**	**-452**	**-8 262**
Biens	**-22 950**	**-30 029**	**-7 242**	**-7 734**	**-7 298**	**-6 403**	**-8 623**
Exportations	*353 516*	*384 873*	*98 816*	*89 564*	*99 741*	*100 323*	*101 912*
Importations	*376 466*	*414 902*	*106 058*	*97 298*	*107 039*	*106 726*	*110 535*
Marchandises générales	-21 245	-27 868	-6 777	-7 294	-6 751	-5 835	-8 180
Avitaillement	-980	-1 524	-334	-387	-400	-278	-292
Travail à façon et réparations	-725	-637	-131	-53	-147	-290	-151
Services hors voyages	**-190**	**-3 795**	**-581**	**-824**	**-1 219**	**-2 185**	**-590**
Exportations	*60 228*	*57 318*	*14 615*	*13 767*	*14 713*	*13 953*	*14 210*
Importations	*60 418*	*61 113*	*15 196*	*14 591*	*15 932*	*16 138*	*14 800*
Transports	-3 401	-2 573	-788	-433	-307	-217	109
Services de communication	1 084	1 301	296	343	367	276	148
Services de construction	1 613	1 904	472	451	598	556	589
Services d'assurances	-903	-1 216	-322	-288	-232	-366	-84
Services financiers	-761	-1 890	-551	-448	-525	-282	-547
Services d'informatique et d'information	-63	-21	68	-82	-69	65	104
Redevances et droits de licence	2 528	2 334	379	783	477	707	1 168
Autres services aux entreprises	347	-2 746	34	-955	-1 184	-2 759	-1 893
Services personnels, culturels et récréatifs	-535	-758	-164	-176	-251	-183	-141
Services des administrations publiques	-99	-130	-5	-19	-93	18	-43
Voyages	**10 834**	**12 066**	**3 911**	**5 786**	**1 130**	**1 239**	**3 911**
Recettes	*35 381*	*36 908*	*10 623*	*13 735*	*6 524*	*6 026*	*10 623*
Dépenses	*24 547*	*24 842*	*6 712*	*7 949*	*5 394*	*4 787*	*6 712*
Revenus	**18 716**	**21 040**	**960**	**6 064**	**7 828**	**8 028**	**3 580**
Rémunérations des salariés	8 507	8 564	2 183	2 132	2 147	2 170	2 217
Revenus des investissements	10 209	12 476	-1 223	3 932	5 681	5 858	1 363
Directs	*15 828*	*18 969*	*4 245*	*4 404*	*6 477*	*5 649*	*7 480*
De portefeuille	*-2 095*	*-1 392*	*-4 210*	*1 367*	*372*	*2 160*	*-3 420*
Autres	*-3 524*	*-5 101*	*-1 258*	*-1 839*	*-1 168*	*-1 951*	*-2 697*
Transferts courants	**-22 112**	**-21 734**	**-5 870**	**-7 006**	**-7 012**	**-1 131**	**-6 540**
Transferts courants du secteur des APU	-14 923	-13 663	-3 805	-4 974	-5 009	792	-4 658
Transferts courants des autres secteurs	-7 189	-8 071	-2 065	-2 032	-2 003	-1 923	-1 882
dont envois de fonds des travailleurs	*-2 084*	*-2 063*	*-546*	*-561*	*-467*	*-447*	*-479*
Compte de capital	**511**	**-188**	**-245**	**182**	**75**	**330**	**1 162**

(a) Chiffres semi-définitifs
(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France *Réalisé le 19 septembre 2007*

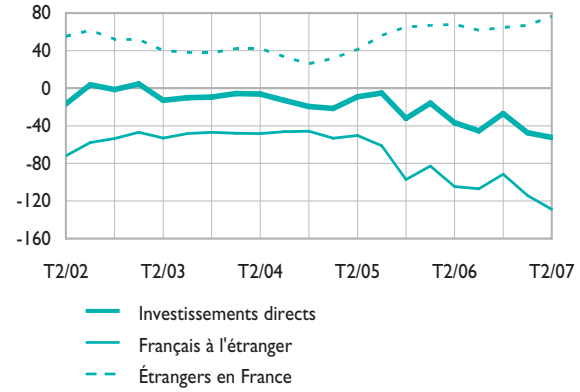
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2006			2007	
			T2	T3	T4	T1	T2
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
Compte financier	**-10 503**	**63 912**	**15 800**	**22 879**	**-27 363**	**22 352**	**2 863**
Investissements directs	-32 091	-27 071	-13 844	-12 508	-13 300	-7 652	-18 957
Français à l'étranger	-97 275	-91 700	-31 156	-21 617	-33 524	-27 890	-45 753
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*-45 534*	*-61 329*	*-17 068*	*-11 838*	*-22 986*	*-17 727*	*-24 404*
Étrangers en France	65 184	64 629	17 312	9 109	20 224	20 238	26 796
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*29 863*	*29 641*	*7 798*	*2 941*	*10 243*	*5 679*	*9 810*
Investissements de portefeuille	-13 671	-59 522	-8 713	-24 199	11 100	12 630	370
Avoirs	-194 481	-270 546	-36 676	-75 958	-68 291	-45 849	-47 635
Actions	*-42 854*	*-48 290*	*16 134*	*-26 670*	*-19 811*	*7 299*	*14 963*
Obligations	*-139 881*	*-225 189*	*-63 770*	*-44 205*	*-49 994*	*-40 348*	*-78 576*
Instruments du marché monétaire	*-11 746*	*2 933*	*10 960*	*-5 083*	*1 514*	*-12 800*	*15 978*
Engagements	180 810	211 024	27 963	51 759	79 391	58 479	48 005
Actions	*52 608*	*58 841*	*-2 936*	*21 441*	*24 074*	*11 173*	*3 742*
Obligations	*109 321*	*165 424*	*36 878*	*38 181*	*62 019*	*36 173*	*29 072*
Instruments du marché monétaire	*18 881*	*-13 241*	*-5 979*	*-7 863*	*-6 702*	*11 133*	*15 191*
Produits financiers dérivés	5 205	3 337	2 303	2 075	-1 749	-1 818	-1 451
Autres investissements	22 997	155 946	37 808	61 156	-20 469	19 593	22 301
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*-2 335*	*135 629*	*31 770*	*64 450*	*-32 474*	*33 028*	*27 656*
Avoirs de réserve	7 055	-8 775	-1 754	-3 643	-2 944	-402	600
Erreurs et omissions nettes	**25 693**	**-41 274**	**-6 734**	**-19 348**	**33 858**	**-22 230**	**4 237**

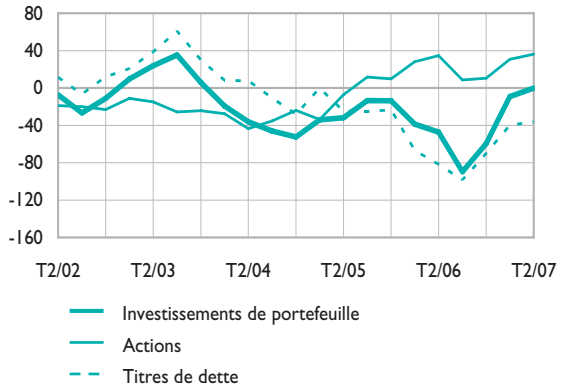
Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) Chiffres semi-définitifs
(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 19 septembre 2007

Figure 8
Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	1er trimestre 2007					
	UEM (a)	UE27 hors UEM (b)	USA	Japon	Suisse	Chine
Compte de transactions courantes	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**
Recettes	*75 794*	*36 391*	*14 426*	*3 092*	*5 642*	*2 353*
Dépenses	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*
Biens	-11 811	3 982	982	333	108	-2 149
Recettes	*51 639*	*15 924*	*6 157*	*1 649*	*2 622*	*2 018*
Dépenses	*63 449*	*11 942*	*5 175*	*1 316*	*2 514*	*4 168*
Services	-1 849	948	396	54	-301	-29
Recettes	*5 269*	*3 790*	*3 002*	*337*	*969*	*307*
Dépenses	*7 118*	*2 840*	*2 606*	*283*	*1 270*	*336*
Revenus	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Recettes	*17 975*	*7 028*	*5 029*	*1 097*	*1 784*	*24*
Dépenses	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*
Transferts courants	-1 681	2 806	29	-9	-270	-26
Compte financier	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**
Investissements directs	-2 044	445	-4 186	-969	812	293
Français à l'étranger	*-14 422*	*-2 682*	*-7 093*	*-1 158*	*548*	*-66*
Étrangers en France	*12 378*	*3 127*	*2 907*	*189*	*265*	*360*
Investissements de portefeuille (c)	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Avoirs	-21 738	-11 836	2 071	-2 379	-2 779	-829
Actions	*30 959*	*-14 753*	*1 354*	*-3 611*	*-2 914*	*-724*
Obligations	*-37 164*	*153*	*-1 461*	*643*	*-7*	*-103*
Instruments du marché monétaire	*-15 533*	*2 763*	*2 179*	*589*	*142*	*-2*
Autres investissements	1 486	-24 974	16 718	3 253	893	1 566
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	2 579	*-19 087*	*20 500*	*4 170*	*-142*	*1 427*

(a) 13 pays membres (dont Slovénie entrée au 1er janvier 2007)
(b) Danemark, Royaume-Uni, Suède, Institutions européennes et nouveaux pays membres (Chypre, République tchèque, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Slovaquie, Bulgarie, Roumanie)
(c) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements

Source : Banque de France *Réalisé le 19 septembre 2007*

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2006	2007			Cumul 12 mois	
					2006	2007
	juil. (a)	mai (b)	juin (b)	juil. (b)	juil. (a)	juil. (b)
Compte de transactions courantes	**-1 940**	**-6 700**	**265**	**-1 310**	**-21 372**	**-18 369**
Biens	-2 395	-3 678	-2 221	-2 757	-28 908	-30 420
Services hors voyages	-508	-515	219	-615	-1 677	-4 925
Voyages	2 205	997	1 832	2 205	11 448	12 066
Revenus	1 592	-1 439	2 207	2 218	19 599	26 126
Transferts courants	-2 834	-2 065	-1 772	-2 361	-21 834	-21 216
Compte de capital	**27**	**1 101**	**58**	**126**	**-498**	**1 848**
Compte financier	**-9 917**	**10 870**	**-6 965**	**11 479**	**37 020**	**42 127**
Investissements directs	-3 735	1 058	-16 271	-12 342	-42 485	-61 024
Français à l'étranger	*-5 941*	*-9 233*	*-24 963*	*-19 526*	*-105 571*	*-142 369*
Capital social	*-3 050*	*-2 840*	*-11 021*	*-12 304*	*-41 464*	*-63 793*
Bénéfices réinvestis	*-1 714*	*-2 022*	*-2 022*	*-2 022*	*-19 513*	*-22 724*
Autres opérations	*-1 177*	*-4 371*	*-11 920*	*-5 200*	*-44 594*	*-55 852*
Étrangers en France	*2 206*	*10 291*	*8 692*	*7 184*	*63 086*	*81 345*
Capital social	*209*	*3 532*	*1 166*	*1 409*	*17 159*	*17 255*
Bénéfices réinvestis	*963*	*1 140*	*1 140*	*1 140*	*11 811*	*12 795*
Autres opérations	*1 034*	*5 619*	*6 386*	*4 635*	*34 116*	*51 295*
Investissements de portefeuille	-29 082	-1 059	4 025	6 599	-69 315	35 582
Avoirs	*-51 501*	*-14 678*	*-23 050*	*-973*	*-250 374*	*-187 205*
Actions	*-17 126*	*16 511*	*-2 904*	*11 301*	*-29 478*	*4 208*
Obligations	*-20 844*	*-37 133*	*-24 733*	*-11 054*	*-199 003*	*-203 333*
Instruments du marché monétaire	*-13 531*	*5 944*	*4 587*	*-1 220*	*-21 893*	*11 920*
Engagements	*22 419*	*13 619*	*27 075*	*7 572*	*181 059*	*222 787*
Actions	*15 175*	*-9 785*	*17 696*	*10 425*	*61 933*	*55 680*
Obligations	*9 919*	*13 233*	*13 938*	*-1 270*	*122 110*	*154 256*
Instruments du marché monétaire	*-2 675*	*10 171*	*-4 559*	*-1 583*	*-2 984*	*12 851*
Produits financiers dérivés	584	-588	-1 616	-1 216	3 008	-4 743
Autres investissements	22 687	10 778	7 081	20 437	144 994	80 331
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*30 140*	*32 864*	*-3 914*	*21 965*	*131 654*	*84 485*
Avoirs de réserve	-371	681	-184	-1 999	816	-8 017
Erreurs et omissions nettes	**11 830**	**-5 271**	**6 642**	**-10 295**	**-15 150**	**-25 608**

(a) Chiffres semi-définitifs
(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

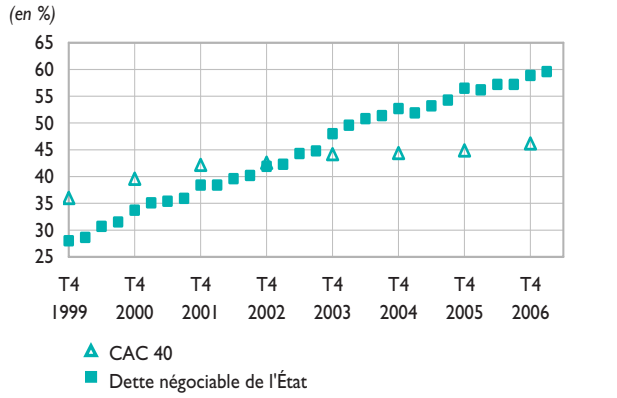
Réalisé le 19 septembre 2007

Figure 10
Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)

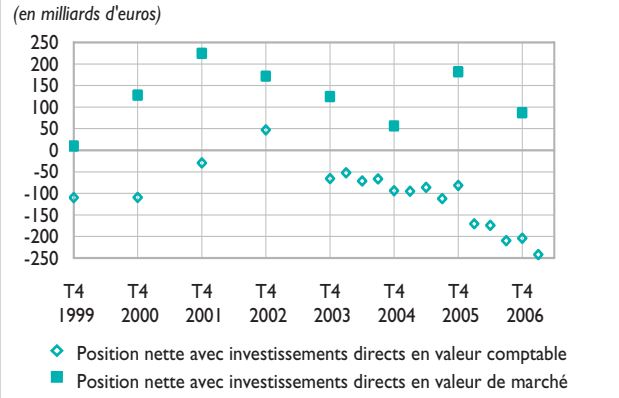
(en milliards d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T1
Créances	**2 362,1**	**2 529,0**	**2 867,3**	**3 638,7**	**4 188,4**	**4 336,4**
Investissements directs français à l'étranger	559,1	573,6	620,7	747,9	820,2	815,2
Capitaux propres	*390,2*	*380,1*	*407,5*	*479,5*	*522,0*	*516,2*
Autres opérations	*168,9*	*193,5*	*213,2*	*268,4*	*298,1*	*299,0*
Investissements de portefeuille	888,6	1 084,4	1 285,3	1 581,9	1 844,4	1 814,8
(titres étrangers détenus par les résidents)						
IFM (secteur résident détenteur)	*390,5*	*480,3*	*562,4*	*661,6*	*749,1*	*821,0*
Non IFM (secteur résident détenteur)	*498,1*	*604,1*	*722,9*	*920,3*	*1 095,3*	*993,8*
Produits financiers dérivés	103,1	93,1	99,7	178,4	279,7	346,3
Autres investissements	752,5	721,9	804,8	1 067,5	1 169,5	1 284,0
IFM	*516,4*	*492,0*	*578,9*	*840,7*	*945,6*	*1 052,6*
Non IFM	*236,1*	*229,9*	*225,9*	*226,8*	*224,0*	*231,4*
Avoirs de réserve	58,8	56,0	56,8	63,0	74,6	76,0
Engagements	**-2 315,0**	**-2 594,8**	**-2 961,3**	**-3 720,3**	**-4 392,2**	**-4 578,3**
Investissements directs étrangers en France	-367,3	-417,8	-471,2	-532,3	-594,4	-583,6
Capitaux propres	*-232,3*	*-267,4*	*-244,5*	*-263,7*	*-284,6*	*-325,1*
Autres opérations	*-135,1*	*-150,4*	*-226,7*	*-268,6*	*-309,8*	*-258,6*
Investissements de portefeuille	-1 054,5	-1 287,8	-1 459,8	-1 766,8	-2 018,8	-2 029,0
(titres français détenus par les non-résidents)						
IFM (secteur résident émetteur)	*-242,9*	*-287,6*	*-325,5*	*-414,7*	*-513,8*	*-502,2*
Non IFM (secteur résident émetteur)	*-811,5*	*-1 000,2*	*-1 134,3*	*-1 352,1*	*-1 505,0*	*-1 526,9*
Produits financiers dérivés	-107,1	-117,0	-136,6	-226,6	-337,5	-379,5
Autres investissements	-786,1	-772,2	-893,7	-1 194,7	-1 441,5	-1 586,2
IFM	*-632,1*	*-624,2*	*-740,4*	*-1 016,1*	*-1 245,0*	*-1 381,6*
Non IFM	*-154,0*	*-148,1*	*-153,3*	*-178,5*	*-196,5*	*-204,5*
Position nette	**47,2**	**-65,8**	**-94,0**	**-81,6**	**-203,7**	**-242,0**

Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État



Position extérieure de la France



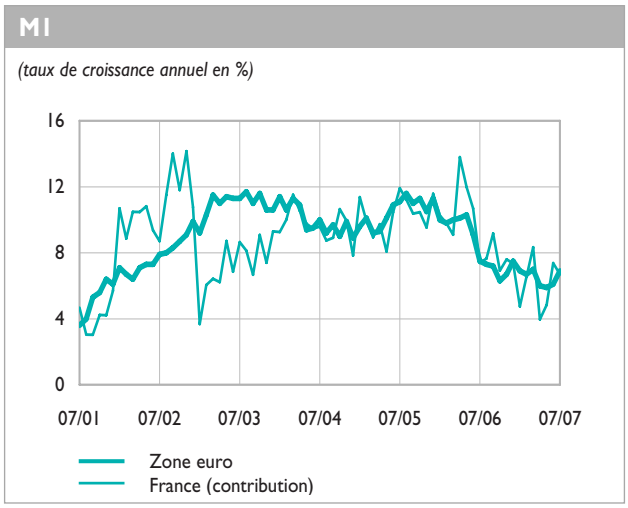
Source : Banque de France

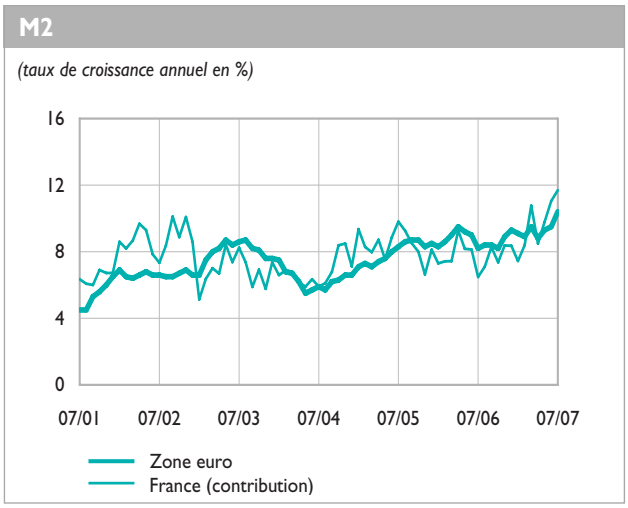
Réalisé le 19 septembre 2007

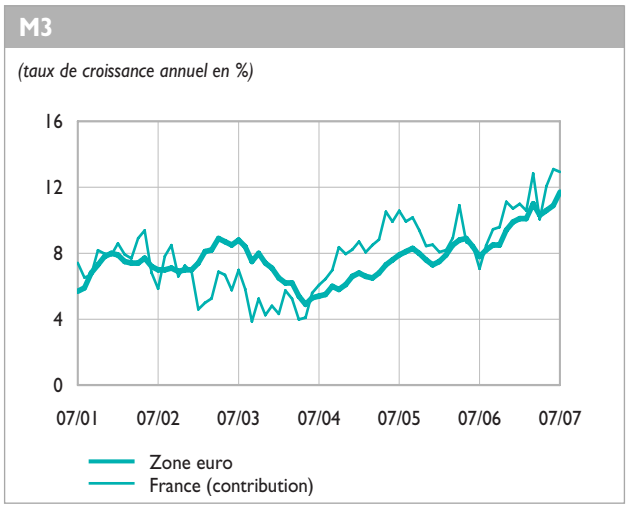
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

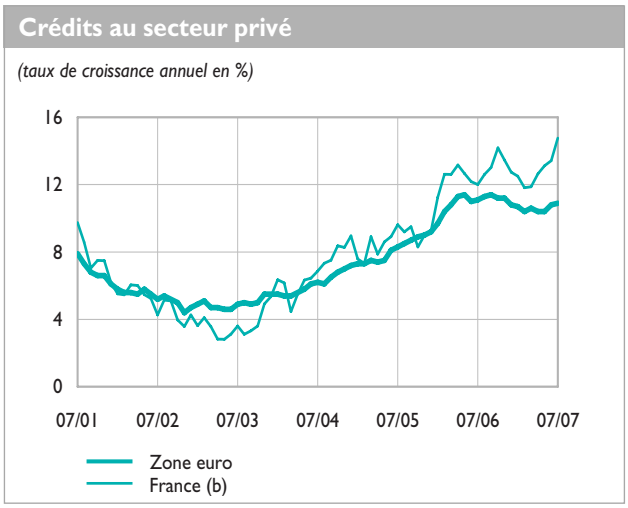
(taux de croissance annuel en %)

	2004	2005	2006	2006	2007						
	déc.	déc.	déc.	juil.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.
M1											
Zone euro (a)	8,9	11,3	7,5	7,5	6,9	6,7	7,0	6,0	5,9	6,1	6,9
France (contribution)	7,8	11,6	7,4	7,4	4,7	6,5	8,3	4,0	4,8	7,4	6,7
M2											
Zone euro (a)	6,6	8,5	9,3	8,2	9,1	8,9	9,5	8,8	9,3	9,5	10,4
France (contribution)	7,1	8,1	8,4	6,5	7,4	8,4	10,8	8,5	9,8	11,0	11,7
M3											
Zone euro (a)	6,6	7,3	9,9	7,8	10,1	10,1	11,0	10,3	10,6	10,9	11,7
France (contribution)	8,2	8,5	10,7	7,1	11,0	10,6	12,8	10,1	12,1	13,1	12,9
Crédits au secteur privé											
Zone euro (a)	7,2	9,2	10,8	11,1	10,7	10,4	10,6	10,4	10,4	10,8	10,9
France (b)	9,0	9,3	12,7	12,0	12,5	11,8	11,9	12,6	13,1	13,4	14,8









(a) Données corrigées des effets saisonniers et calendaires
(b) Crédits consentis par les IFM résidant en France aux résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations centrales.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 19 septembre 2007*

Figure 12
Bilan de la Banque de France

(encours en fin de période en milliards d'euros)

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Actif								
Territoire national	23,3	34,2	31,7	38,8	51,9	45,1	58,1	63,7
Crédits	17,7	27,4	23,6	31,7	36,5	29,8	43,6	49,1
IFM	*17,3*	*27,1*	*23,3*	*31,4*	*36,3*	*29,6*	*43,4*	*48,9*
Administration centrale	*0,2*	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Secteur privé	*0,3*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*
Titres autres que des actions	5,5	6,8	8,1	7,1	15,4	15,3	14,5	14,6
IFM	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Administration centrale	*5,5*	*6,8*	*8,1*	*7,1*	*15,4*	*15,3*	*14,5*	*14,6*
Secteur privé	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actions et autres participations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres États de la zone euro	23,9	20,4	9,1	19,4	12,7	19,7	11,0	9,1
Reste du monde	22,9	22,8	37,7	29,0	36,1	34,9	37,3	38,7
Avoirs en or	30,9	39,5	42,2	44,1	43,0	42,2	41,2	41,4
Non ventilés par zones géographiques (a)	73,9	93,1	114,2	95,5	102,4	114,0	104,6	103,1
Total	**174,9**	**210,0**	**234,9**	**226,8**	**246,0**	**255,8**	**252,2**	**256,0**
Passif								
Dépôts – Territoire national	29,3	29,6	30,5	40,5	38,1	38,7	41,1	38,9
IFM	28,7	28,6	29,8	39,6	37,1	37,9	40,2	37,6
Administration centrale	0,3	0,3	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Autres secteurs (à vue)	0,4	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7	0,8	1,2
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,8
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,8
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – reste du monde	7,3	8,2	16,1	10,7	20,2	18,7	19,5	20,7
Non ventilés par zone géographique	138,2	172,2	188,2	175,5	187,7	198,5	191,6	191,6
Billets et pièces en circulation (b)	97,8	110,2	122,3	114,9	120,5	121,2	122,7	124,1
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital et réserves	32,9	45,7	48,0	47,9	50,2	50,2	48,6	48,6
Autres	7,4	16,3	17,9	12,7	17,1	27,1	20,2	18,8
Total	**174,9**	**210,0**	**234,9**	**226,8**	**246,0**	**255,8**	**252,2**	**256,0**

(a) Y compris l'ajustement lié au nouveau mode de comptabilisation des billets au passif du bilan de la Banque de France depuis janvier 2002
(b) Depuis janvier 2002, les billets en circulation font l'objet d'un traitement statistique qui prend en compte les conventions comptables adoptées au niveau de la zone euro. Les billets en euros en circulation sont désormais émis légalement à hauteur de 8 % par la Banque centrale européenne, le solde étant réparti entre les différents pays de la zone au prorata de la part détenue par chaque banque centrale nationale dans le capital de la BCE.

Source : Banque de France *Réalisé le 19 septembre 2007*

Figure 13
Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France – France

(encours en fin de période en milliards d'euros)

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Actif								
Territoire national	3 202,7	3 291,8	3 593,1	3 531,0	3 822,0	3 873,4	3 889,1	3 923,5
Crédits	2 416,4	2 523,4	2 745,1	2 700,4	2 911,0	2 930,9	2 971,0	3 009,1
IFM	*1 013,1*	*996,3*	*1 062,0*	*1 072,4*	*1 148,7*	*1 153,2*	*1 172,0*	*1 186,2*
APU	*139,5*	*150,8*	*155,7*	*147,5*	*154,5*	*154,1*	*163,8*	*161,8*
Secteur privé	*1 263,8*	*1 376,4*	*1 527,4*	*1 480,5*	*1 607,8*	*1 623,7*	*1 635,2*	*1 661,1*
Titres autres que des actions	461,0	455,6	481,2	495,3	504,1	518,2	511,6	517,8
IFM ≤ 2 ans	*162,6*	*140,0*	*172,4*	*166,0*	*178,0*	*184,4*	*174,7*	*183,8*
IFM > 2 ans	*53,3*	*57,4*	*65,7*	*63,8*	*70,0*	*72,4*	*73,7*	*73,2*
APU	*155,8*	*168,6*	*152,7*	*168,4*	*156,3*	*162,6*	*164,5*	*161,8*
Secteur privé	*89,4*	*89,6*	*90,3*	*97,1*	*99,8*	*98,8*	*98,7*	*99,1*
Titres d'OPCVM monétaires	67,8	78,1	77,3	82,1	87,4	85,7	87,2	87,8
Actions et autres participations	257,5	234,6	289,5	253,1	319,5	338,6	319,4	308,9
Autres États de la zone euro	555,1	727,0	848,9	818,0	936,3	957,5	948,1	983,4
Reste du monde	608,9	850,2	963,4	879,2	1 110,1	1 131,8	1 081,0	1 112,7
Non ventilés par zones géographiques	417,0	602,9	766,8	657,8	859,2	846,5	956,9	907,4
Total	**4 783,8**	**5 471,9**	**6 172,3**	**5 886,0**	**6 727,6**	**6 809,1**	**6 875,0**	**6 927,1**
Passif								
Dépôts – Territoire national	2 180,2	2 242,3	2 302,6	2 278,1	2 410,5	2 410,2	2 485,1	2 503,9
IFM	1 006,6	1 011,3	1 055,4	1 049,9	1 144,7	1 144,0	1 186,5	1 206,1
Administration centrale	43,9	45,2	16,0	23,9	14,9	18,8	33,4	18,3
Autres secteurs	1 129,6	1 185,8	1 231,2	1 204,3	1 250,9	1 247,5	1 265,1	1 279,5
Dépôts à vue	*357,1*	*395,3*	*419,1*	*406,5*	*413,5*	*407,2*	*432,3*	*425,2*
Dépôts à terme ≤ 2 ans	*45,5*	*53,4*	*64,2*	*60,8*	*82,1*	*87,0*	*86,9*	*96,5*
Dépôts à terme > 2 ans	*306,4*	*307,1*	*297,3*	*296,4*	*286,5*	*285,6*	*284,2*	*282,4*
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	*377,5*	*392,6*	*416,7*	*403,7*	*426,3*	*425,6*	*424,4*	*426,5*
Pensions	*43,2*	*37,4*	*33,9*	*36,9*	*42,5*	*42,0*	*37,3*	*49,0*
Dépôts – Autres États de la zone euro	238,6	271,1	327,5	316,2	356,8	365,5	354,9	358,6
IFM	201,5	226,4	265,8	262,5	282,9	284,4	269,2	275,2
Autres secteurs	37,1	44,7	61,7	53,7	73,8	81,2	85,7	83,4
Dépôts – reste du monde	511,7	757,2	933,3	867,1	1 100,2	1 141,8	1 101,2	1 163,0
Non ventilés par zones géographiques	1 853,2	2 201,3	2 608,9	2 424,6	2 860,2	2 891,6	2 933,8	2 901,6
Titres de créance émis ≤ 2 ans	*259,4*	*271,3*	*335,6*	*318,5*	*353,8*	*380,9*	*353,3*	*350,4*
Titres de créance émis > 2 ans	*404,8*	*458,6*	*531,2*	*493,9*	*565,5*	*573,8*	*587,2*	*587,3*
Titres d'OPCVM monétaires	354,1	387,8	429,6	428,8	484,0	488,8	477,6	484,6
Capital et réserves	313,8	318,7	367,9	336,7	383,9	384,7	387,2	388,4
Autres	521,1	765,0	944,6	846,7	1 073,1	1 063,4	1 128,5	1 091,0
Total	**4 783,8**	**5 471,9**	**6 172,3**	**5 886,0**	**6 727,6**	**6 809,1**	**6 875,0**	**6 927,1**

NB : depuis juillet 2003, les opérations financières de La Poste sont recensées dans le bilan des institutions financières monétaires. Il en résulte notamment un accroissement, à l'actif, du poste « Actions et autres participations » et, au passif, des postes « Dépôts à vue » et « Capital et réserves ».

Source : Banque de France *Réalisé le 19 septembre 2007*

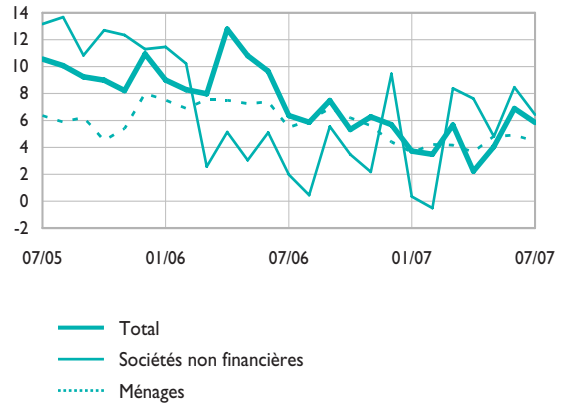
Figure 14
Dépôts – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	384,9	425,6	448,0	417,8	433,8	424,9	445,1	444,8
Ménages et assimilés	*212,9*	*230,1*	*240,0*	*237,5*	*241,6*	*236,2*	*244,3*	*247,8*
Sociétés non financières	*124,2*	*139,9*	*151,9*	*135,7*	*139,0*	*136,8*	*148,6*	*143,9*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*47,8*	*55,6*	*56,1*	*44,5*	*53,2*	*51,9*	*52,2*	*53,1*
Autres agents	17,5	22,6	25,4	31,5	29,7	31,7	36,9	31,0
Total – Encours	**402,4**	**448,1**	**473,4**	**449,2**	**463,6**	**456,6**	**482,0**	**475,8**
Total – Taux de croissance	**5,8**	**10,9**	**5,7**	**6,4**	**2,2**	**4,1**	**6,9**	**5,9**
Comptes sur livret								
Livrets A	113,5	112,1	115,4	111,7	115,8	115,6	115,3	115,7
Livrets bleus	16,3	16,9	18,3	17,5	18,8	18,8	18,9	19,1
Comptes épargne logement	38,5	39,1	38,4	38,6	38,2	38,0	37,8	37,8
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	45,7	47,0	51,1	49,3	58,4	58,8	59,2	59,9
Livrets d'épargne populaire	56,7	56,8	58,2	56,4	58,3	58,3	58,4	58,4
Livrets jeunes	6,1	6,4	6,7	6,4	6,7	6,8	6,8	6,8
Livrets soumis à l'impôt	100,7	114,2	128,6	123,7	130,0	129,3	128,1	128,7
Total – Encours	**377,5**	**392,6**	**416,7**	**403,7**	**426,3**	**425,6**	**424,4**	**426,5**
Total – Taux de croissance	**7,3**	**4,0**	**6,2**	**4,0**	**5,9**	**6,0**	**5,8**	**5,6**

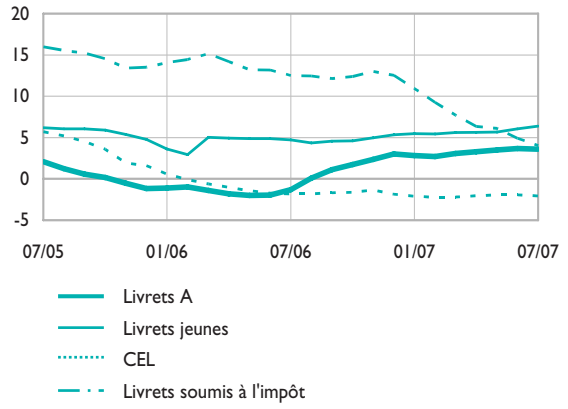
Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



Source : Banque de France

Réalisé le 19 septembre 2007

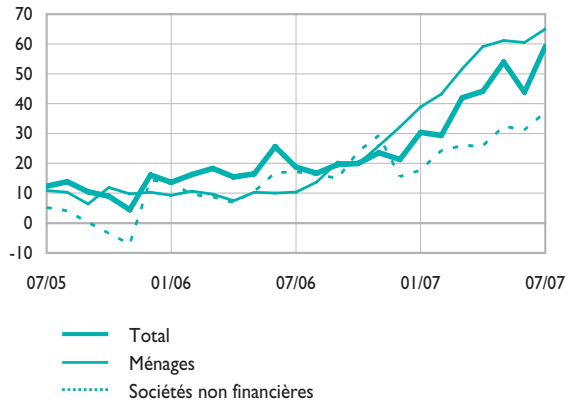
Figure 15
Dépôts à terme – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	juil.	avril	mai	juin	juil.
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	41,7	47,6	58,0	52,7	67,3	72,0	73,0	78,6
Ménages et assimilés	*18,6*	*20,8*	*27,2*	*23,7*	*32,8*	*34,2*	*35,4*	*38,8*
Sociétés non financières	*22,8*	*26,5*	*30,4*	*28,6*	*33,8*	*37,0*	*36,9*	*39,0*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*0,3*	*0,3*	*0,5*	*0,4*	*0,7*	*0,8*	*0,7*	*0,7*
Autres agents	3,8	5,8	6,3	8,2	14,8	15,0	13,9	17,9
Total – Encours	**45,5**	**53,4**	**64,2**	**60,8**	**82,1**	**87,0**	**86,9**	**96,5**
Total – Taux de croissance	**-7,6**	**16,1**	**21,3**	**18,8**	**44,1**	**54,0**	**43,8**	**59,2**
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	295,8	294,9	273,6	275,0	265,6	265,3	263,3	261,1
Ménages et assimilés	*282,6*	*281,4*	*260,1*	*261,6*	*251,8*	*251,5*	*249,4*	*247,3*
PEL	*224,2*	*225,6*	*206,1*	*207,8*	*197,3*	*195,9*	*194,0*	*192,4*
PEP	*42,5*	*39,0*	*35,0*	*35,8*	*33,6*	*33,4*	*33,1*	*32,8*
Autres	*15,9*	*16,8*	*19,1*	*17,9*	*20,8*	*22,2*	*22,4*	*22,0*
Sociétés non financières	*13,1*	*13,5*	*13,4*	*13,4*	*13,7*	*13,7*	*13,8*	*13,8*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,1*	*0,1*	*0,1*
Autres agents	10,6	12,1	23,7	21,4	21,0	20,3	20,8	21,2
Total – Encours	**306,4**	**307,1**	**297,3**	**296,4**	**286,5**	**285,6**	**284,2**	**282,4**
Total – Taux de croissance	**2,3**	**0,2**	**-4,7**	**-3,8**	**-4,3**	**-4,1**	**-4,9**	**-4,8**

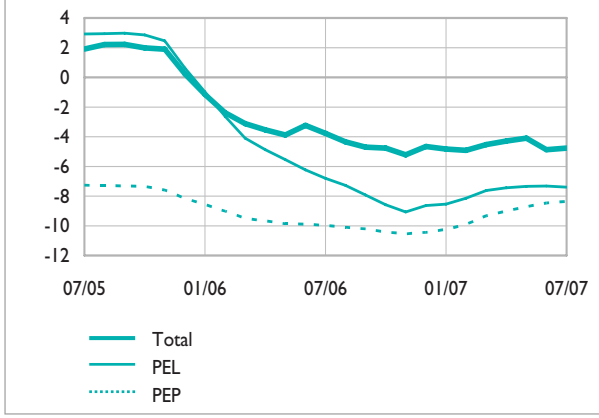
Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 19 septembre 2007

Figure 16
Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance annuel en %)

	2004	2005	2006	2006	2007				
	déc.	déc.	déc.	juil.	mars	avril	mai	juin	juil.
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 264,0	1 376,6	1 527,6	1 480,7	1 578,9	1 608,0	1 623,9	1 635,4	1 661,3
Administrations publiques	139,7	150,9	155,8	147,6	158,0	154,5	154,1	163,9	161,8
Total – Encours	**1 403,7**	**1 527,5**	**1 683,4**	**1 628,3**	**1 737,0**	**1 762,5**	**1 778,0**	**1 799,3**	**1 823,1**
Secteur privé	8,3	8,9	11,7	11,3	10,7	11,5	12,0	12,3	12,9
Administrations publiques	-0,5	7,8	3,3	12,7	6,9	6,5	6,8	8,8	9,7
Total – Taux de croissance	**7,4**	**8,8**	**10,9**	**11,4**	**10,4**	**11,0**	**11,5**	**12,0**	**12,6**
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	216,3	229,9	250,7	243,4	255,7	257,3	261,6	262,3	265,7
Trésorerie	144,4	156,7	171,4	170,3	176,7	180,7	181,9	187,6	190,4
Autres objets	180,9	193,0	208,4	200,4	210,6	212,7	212,2	215,3	218,5
Total – Encours	**541,5**	**579,6**	**630,5**	**614,1**	**643,0**	**650,7**	**655,7**	**665,1**	**674,6**
Total – Taux de croissance	**6,0**	**7,2**	**10,0**	**10,1**	**8,9**	**8,3**	**8,6**	**10,0**	**11,0**
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	438,1	503,6	578,6	548,6	594,6	598,8	605,1	614,0	621,4
Trésorerie	118,7	128,0	134,7	132,2	133,6	133,9	135,4	136,3	137,0
Autres objets	82,8	81,4	79,4	81,5	81,0	82,0	81,1	81,6	82,9
Total – Encours	**639,5**	**712,9**	**792,7**	**762,3**	**809,2**	**814,6**	**821,6**	**831,9**	**841,2**
Total – Taux de croissance	**9,6**	**11,9**	**11,6**	**12,4**	**11,3**	**11,4**	**11,2**	**10,7**	**10,7**

Source : Banque de France *Réalisé le 19 septembre 2007*

Figure 17
Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France (a) et zone euro

(a) Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français

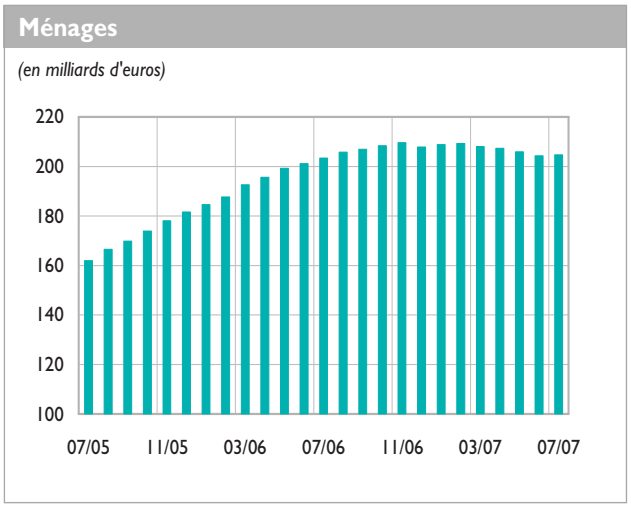
Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

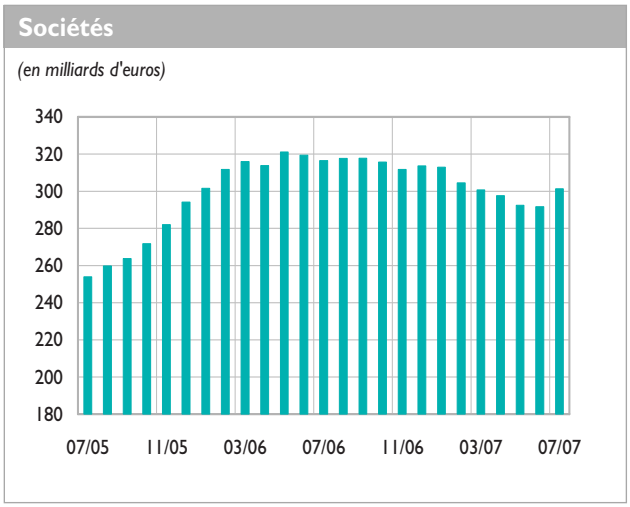
Réalisé le 19 septembre 2007

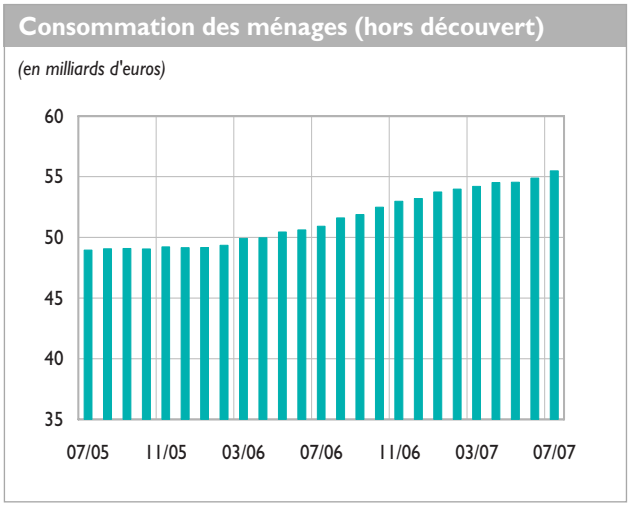
Figure 18
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France

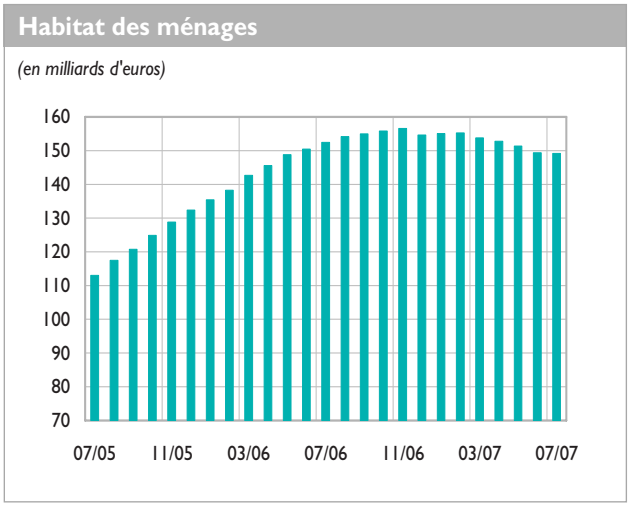
(hors découvert, en cumul sur 12 mois, montants en milliards d'euros)

	2006			2007		
	mai	juin	juil.	mai	juin	juil.
Ensemble des contrats nouveaux	**520,3**	**520,6**	**519,8**	**498,3**	**495,9**	**505,9**
Crédits aux ménages	**199,2**	**201,1**	**203,4**	**205,9**	**204,3**	**204,7**
Consommation (hors découvert)	50,5	50,6	50,9	54,5	54,9	55,5
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	41,7	41,0	40,1	30,7	29,1	28,2
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	107,0	109,5	112,3	120,7	120,3	121,0
Crédits aux sociétés non financières	**321,1**	**319,5**	**316,4**	**292,4**	**291,6**	**301,3**
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	240,9	237,8	232,9	192,2	189,8	196,8
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	80,2	81,7	83,5	100,2	101,8	104,5









Données révisées sur l'ensemble de la période
(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période sur laquelle le taux d'un crédit est fixe.
Pfit ≤ 1 an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits à taux fixe de durée initiale ≤ 1 an
Pfit > 1 an : crédits à taux révisable selon une périodicité supérieure à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale > 1 an

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 19 septembre 2007*

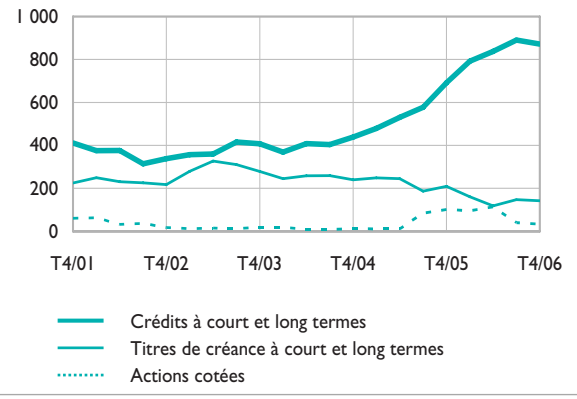
Figure 19
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005	2006				2006	2006
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
Financements							
Endettement	**924,6**	**989,4**	**977,2**	**1 056,5**	**1 025,1**	**227,4**	**16 371,6**
Crédits à court terme	91,7	118,3	124,2	158,8	148,8	34,4	1 801,6
Crédits à long terme	600,4	673,7	713,8	731,5	722,8	222,4	8 647,2
Titres de créance à court terme	-0,9	-7,3	-17,8	-8,7	4,0	-22,6	824,8
Titres de créance à long terme	209,6	168,1	136,2	156,4	137,7	-15,4	4 771,3
Dépôts reçus par les administrations publiques (a)	23,9	36,6	20,8	18,5	11,7	8,6	326,7
Émissions d'actions et fonds de pension							
Actions cotées	101,6	95,9	113,5	40,5	33,0	12,4	4 448,0
Réserves pour fonds de pension des SNF	12,6	12,8	12,3	12,2	12,3	3,3	326,1
Placements							
Dépôts et titres à court terme							
Monnaie fiduciaire	53,3	49,8	47,1	46,9	47,8	26,5	513,3
Dépôts à vue	230,2	182,3	174,6	164,2	163,8	118,8	2 721,1
Dépôts remboursables avec préavis	45,3	47,1	32,0	23,0	12,7	3,8	1 500,5
Dépôts à terme à moins de 2 ans	26,2	70,1	108,0	152,1	202,4	85,2	1 795,6
Dépôts des administrations centrales	10,9	5,4	-3,4	21,4	-16,2	-46,4	156,9
Dépôts auprès des non IFM	21,9	31,7	23,7	19,9	14,5	12,2	373,8
Titres de créance à court terme	-15,2	19,8	20,5	31,8	47,3	-6,1	163,4
Titres d'OPCVM monétaires	-1,2	-3,0	-4,5	1,8	2,4	-9,1	350,7
Pensions sur titres auprès des IFM	-8,2	2,1	7,1	16,1	17,7	4,0	97,9
Placements à moyen et long termes							
Dépôts à terme à plus de 2 ans	112,2	126,7	129,6	135,8	138,6	50,5	1 663,6
Titres de créance à moyen et long termes	44,0	52,9	62,8	92,4	110,8	32,6	1 848,1
Actions cotées	30,9	-15,0	15,7	32,0	0,9	-27,9	3 373,3
Assurance-vie et fonds de pension	324,1	329,7	314,5	303,9	282,8	71,5	5 050,1
Titres d'OPCVM non monétaires	91,4	68,8	47,1	-6,3	-25,8	-6,6	1 848,8

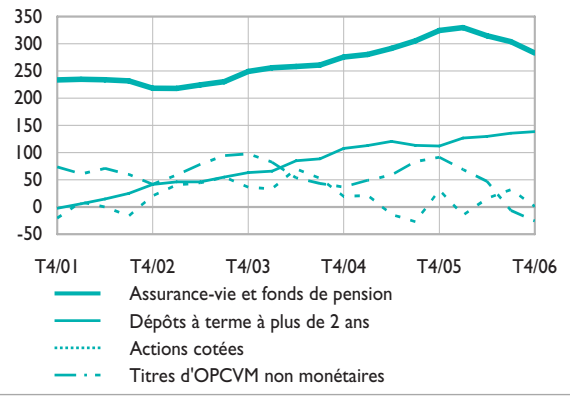
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) La série antérieurement disponible : « Dépôts reçus par les administrations centrales » est remplacée par une série plus large « Dépôts reçus par les administrations publiques ».

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 19 septembre 2007*

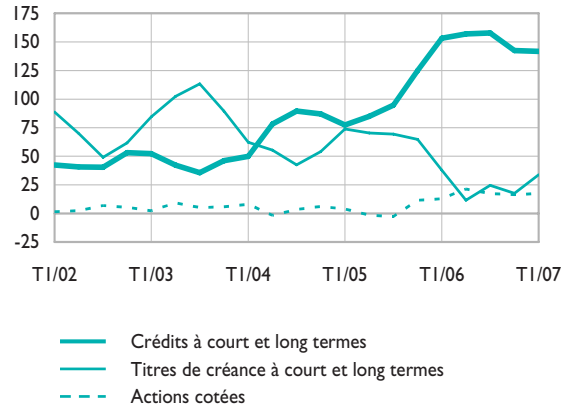
Figure 20
Financements et placements des agents non financiers – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2006				2007	2007	2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
Financements (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**238,8**	**226,6**	**229,6**	**215,0**	**231,9**	**83,1**	**3 056,7**
Crédits à court terme	21,8	19,8	21,4	7,8	14,2	9,8	235,3
Crédits à long terme	131,4	137,3	136,3	134,7	127,5	21,0	1 427,1
Crédits obtenus auprès des non-résidents	47,7	57,9	47,2	54,8	56,4	16,5	377,4
Titres de créance à court terme	-20,3	-26,3	-24,0	-28,4	-7,8	12,5	120,3
Titres de créance à long terme	58,3	37,8	48,6	46,1	41,6	23,4	1 224,0
Émissions d'actions et autres parts sociales	**78,9**	**93,6**	**88,2**	**99,4**	**107,7**	**30,1**	**4 660,2**
Actions cotées	12,9	21,3	17,4	16,4	17,6	1,8	1 434,7
Autres types de parts sociales	66,0	72,3	70,8	83,0	90,1	28,3	3 225,6
Placements							
Dépôts et titres à court terme	**110,2**	**65,0**	**80,4**	**70,5**	**75,2**	**38,9**	**1 371,7**
Monnaie fiduciaire	3,1	4,5	4,2	4,4	5,1	-1,0	43,4
Dépôts à vue	24,6	28,3	25,0	23,7	22,6	-23,5	424,4
Placements à vue	17,2	14,9	19,3	24,0	23,5	7,9	419,0
Dépôts à terme à moins de 2 ans	4,2	6,4	8,2	10,9	17,9	8,1	66,0
Dépôts des administrations centrales	13,7	-5,9	-7,8	-28,5	-28,7	6,2	22,2
Autres dépôts (à l'étranger …)	12,6	-10,4	-10,0	2,0	1,2	15,2	118,7
Titres de créance à court terme émis par les IFM	17,1	13,1	13,6	12,8	2,8	1,3	28,8
Titres d'OPCVM monétaires	12,9	8,7	17,7	13,1	26,5	22,6	241,6
Pensions sur titres auprès des IFM	-1,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,8
Autres titres à court terme	6,4	6,0	10,6	8,2	4,4	2,3	6,8
Placements à moyen et long termes	**137,4**	**142,9**	**136,1**	**141,7**	**154,0**	**36,6**	**5 808,9**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	-12,6	-16,5	-19,1	-21,4	-16,8	-6,9	266,7
Placements de type obligataire	16,0	13,3	1,3	5,7	6,1	3,1	173,1
Placements de type actions et autres participations	53,4	55,6	62,2	62,1	79,0	18,8	3 978,1
Assurance-vie et fonds de pension	87,7	91,0	90,3	88,8	84,2	26,1	1 152,2
Autres titres d'OPCVM non monétaires (b)	-7,0	-0,5	1,4	6,5	1,5	-4,5	238,7

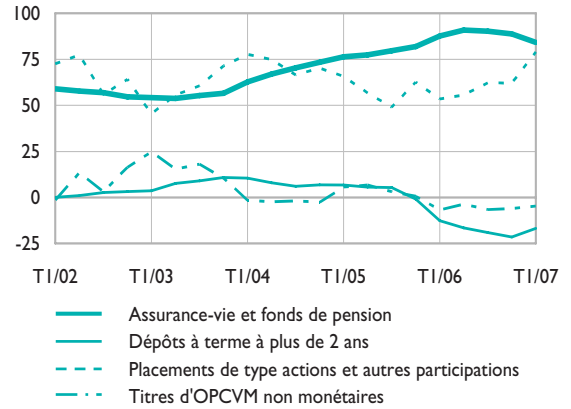
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques de crédit.
(b) Titres d'OPCVM des catégories suivantes : OPCVM diversifiés, OPCVM de fonds alternatifs, OPCVM garantis et fonds à formule

Source : Banque de France *Réalisé le 19 septembre 2007*

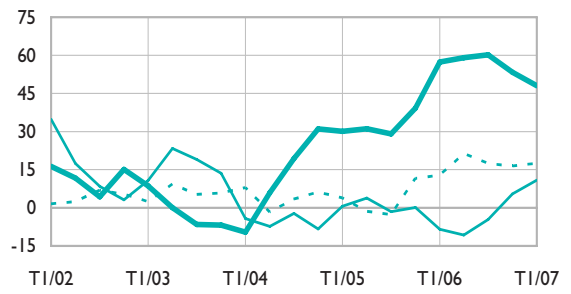
Figure 21
Financements et placements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2006				2007	2007	2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
Financements des sociétés non financières							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**96,6**	**106,2**	**102,7**	**113,5**	**115,3**	**29,2**	**964,2**
Crédits à court terme	10,9	10,3	13,2	8,6	9,1	1,6	163,8
Crédits à long terme	46,5	48,7	47,0	44,7	38,9	10,8	509,1
Crédits obtenus auprès des non-résidents	47,7	57,9	47,2	54,8	56,4	16,5	377,4
Titres de créance à court terme	-3,8	-5,6	-1,9	2,2	3,9	3,9	34,2
Titres de créance à long terme	-4,7	-5,1	-2,8	3,3	7,0	-3,6	261,5
Émissions d'actions et autres parts sociales	**78,9**	**93,6**	**88,2**	**99,4**	**107,7**	**30,1**	**4 660,2**
Actions cotées	12,9	21,3	17,4	16,4	17,6	1,8	1 434,7
Autres types de parts sociales	66,0	72,3	70,8	83,0	90,1	28,3	3 225,6
Placements des sociétés non financières							
Dépôts et titres à court terme	**32,0**	**29,9**	**42,7**	**42,8**	**43,8**	**7,6**	**383,5**
Monnaie fiduciaire	0,6	0,7	0,6	0,7	0,6	-0,2	6,7
Dépôts à vue	3,1	6,5	7,1	13,1	10,8	-13,0	138,9
Placements à vue	-1,0	-1,9	-1,4	-1,3	-1,3	-0,5	2,5
Dépôts à terme à moins de 2 ans	2,2	4,1	3,8	4,1	7,0	3,5	33,9
Autres dépôts (à l'étranger …)	-0,3	-0,5	-0,5	-0,3	0,0	0,1	0,9
Titres de créance à court terme émis par les IFM	16,3	12,2	12,3	11,6	2,2	1,1	21,9
Titres d'OPCVM monétaires	11,7	8,7	15,8	11,1	21,7	17,0	176,0
Pensions sur titres auprès des IFM	-1,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,8
Autres titres à court terme	0,9	0,6	5,3	3,9	2,7	-0,3	2,0
Placements à moyen et long termes	**48,2**	**54,3**	**52,5**	**65,0**	**67,0**	**12,7**	**2 963,6**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	-0,5	0,9	1,1	0,1	0,6	0,2	13,7
Placements de type obligataire	7,6	2,7	-3,7	0,8	3,5	1,0	56,9
Placements de type actions et autres participations	46,8	54,4	60,2	68,1	68,5	13,2	2 859,3
Autres titres d'OPCVM non monétaires (a)	-5,8	-3,7	-5,1	-4,0	-5,7	-1,8	33,8

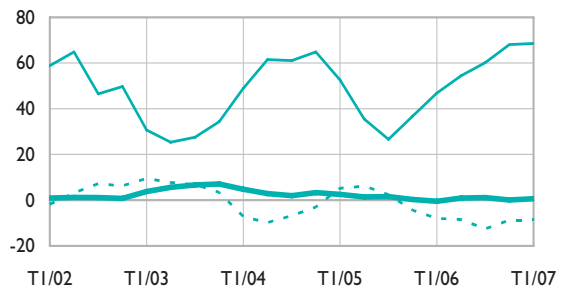
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Titres d'OPCVM des catégories suivantes : OPCVM diversifiés, OPCVM de fonds alternatifs, OPCVM garantis et fonds à formule

Source : Banque de France *Réalisé le 19 septembre 2007*

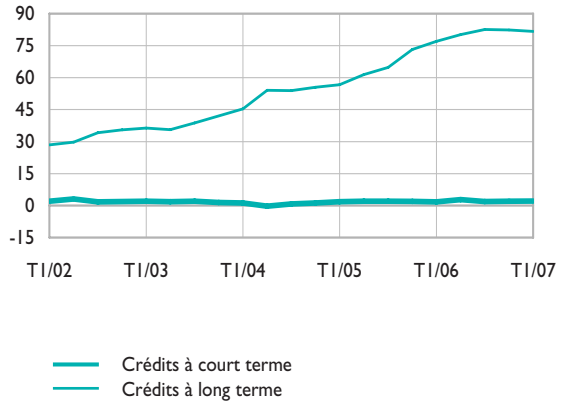
Figure 22
Financements et placements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2006				2007	2007	2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
Financements des ménages							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**78,9**	**83,0**	**84,5**	**84,4**	**83,8**	**16,4**	**830,8**
Crédits à court terme	1,8	2,8	1,9	2,1	2,1	-0,1	41,2
Crédits à long terme	77,1	80,2	82,6	82,4	81,7	16,5	789,7
Placements des ménages							
Dépôts et titres à court terme	**51,3**	**27,8**	**35,7**	**50,3**	**54,8**	**26,4**	**891,9**
Monnaie fiduciaire	2,5	3,8	3,6	3,7	4,5	-0,8	36,7
Dépôts à vue	15,8	16,0	15,2	10,1	9,4	-6,2	233,7
Placements à vue	18,1	16,9	20,7	25,4	24,9	8,5	416,4
Dépôts à terme à moins de 2 ans	1,9	2,0	4,2	6,6	10,8	4,4	31,5
Autres dépôts (à l'étranger …)	12,8	-9,9	-9,5	2,3	1,2	15,1	117,8
Titres de créance à court terme émis par les IFM	0,8	0,6	0,9	0,8	0,1	0,0	4,6
Titres d'OPCVM monétaires	-0,5	-1,7	0,7	1,2	4,0	5,4	51,2
Autres titres à court terme	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Placements à moyen et long termes	**94,5**	**92,4**	**86,2**	**80,2**	**81,1**	**23,5**	**2 447,1**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	-12,1	-17,3	-20,2	-21,5	-17,5	-7,1	253,0
Placements de type obligataire	-3,0	-3,2	-3,6	-2,6	-2,6	-1,0	67,9
Placements de type actions et autres participations	22,3	18,7	13,7	9,2	10,6	5,3	791,6
Assurance-vie et fonds de pension	87,7	91,0	90,3	88,8	84,2	26,1	1 152,2
Autres titres d'OPCVM non monétaires (a)	-0,3	3,3	6,2	6,4	6,4	0,1	182,4

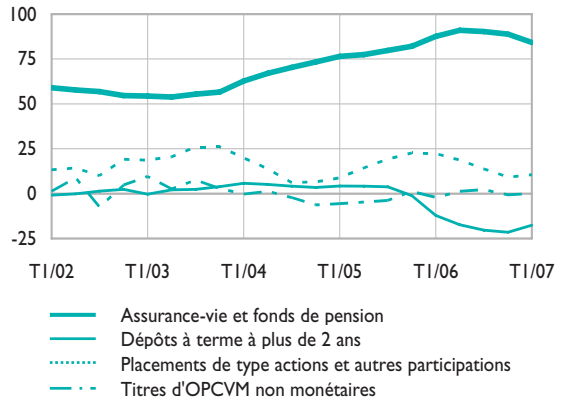
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Titres d'OPCVM des catégories suivantes : OPCVM diversifiés, OPCVM de fonds alternatifs, OPCVM garantis et fonds à formule

Source : Banque de France *Réalisé le 19 septembre 2007*

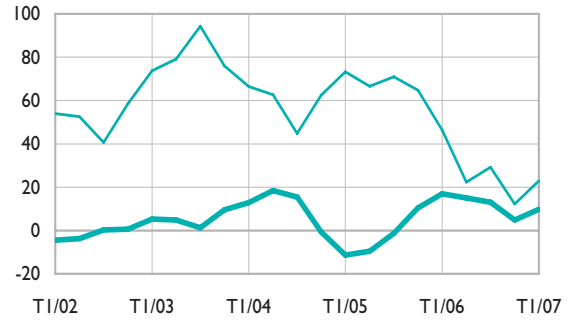
Figure 23
Financements et placements des administrations publiques – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2006				2007	2007	2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
Financements des administrations publiques (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**63,4**	**37,3**	**42,4**	**17,1**	**32,8**	**37,6**	**1 261,6**
Crédits à court terme	9,2	6,7	6,4	-2,8	2,9	8,3	30,4
Crédits à long terme	7,8	8,3	6,7	7,7	6,9	-6,3	128,3
Titres de créance à court terme	-16,5	-20,6	-22,1	-30,6	-11,7	8,6	86,1
Titres de créance à long terme	62,9	43,0	51,4	42,8	34,6	27,0	962,5
Placements des administrations publiques							
Dépôts et titres à court terme	**26,9**	**7,2**	**2,0**	**-22,5**	**-23,3**	**4,8**	**96,2**
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts à vue	5,8	5,7	2,7	0,5	2,5	-4,3	51,8
Placements à vue	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,2
Dépôts à terme à moins de 2 ans	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,6
Dépôts des administrations centrales	13,7	-5,9	-7,8	-28,5	-28,7	6,2	22,2
Autres dépôts (à l'étranger …)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Titres de créance à court terme émis par les IFM	0,0	0,3	0,3	0,3	0,5	0,2	2,2
Titres d'OPCVM monétaires	1,7	1,6	1,2	0,8	0,8	0,1	14,4
Autres titres à court terme	5,5	5,4	5,4	4,4	1,7	2,6	4,8
Placements à moyen et long termes	**-5,2**	**-3,8**	**-2,5**	**-3,5**	**5,9**	**0,4**	**398,2**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Placements de type obligataire	11,4	13,8	8,7	7,4	5,3	3,1	48,4
Placements de type actions et autres participations	-15,7	-17,5	-11,6	-15,1	-0,1	0,2	327,2
Autres titres d'OPCVM non monétaires (b)	-0,9	-0,1	0,4	4,2	0,8	-2,9	22,5

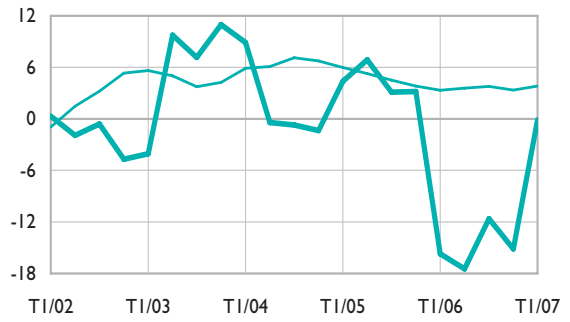
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques de crédit.
(b) Titres d'OPCVM des catégories suivantes : OPCVM diversifiés, OPCVM de fonds alternatifs, OPCVM garantis et fonds à formule

Source : Banque de France *Réalisé le 19 septembre 2007*

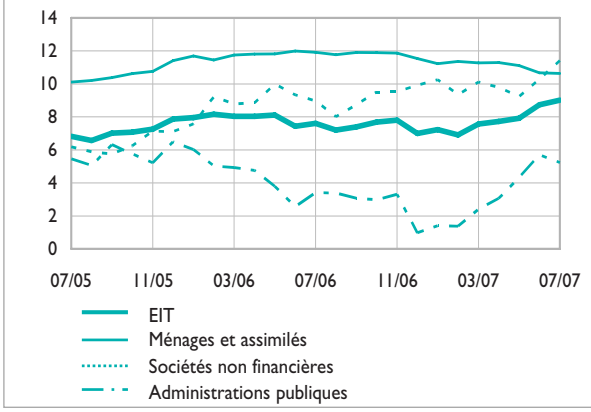
Figure 24
Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France

(taux de croissance en % et encours fin de période en milliards d'euros)

	Taux de croissance annuel						Encours
	2004	2005	2006	2007			2007
	déc.	déc.	déc.	mai	juin	juil.	juil.
Endettement Intérieur Total	**6,6**	**7,9**	**7,0**	**7,9**	**8,7**	**9,0**	**3 452,3**
Ménages et assimilés (a)	9,4	11,4	11,5	11,1	10,7	10,6	863,5
≤ 1 an	3,5	5,3	5,2	1,4	-1,7	-1,7	40,4
> 1 an	9,8	11,8	11,9	11,6	11,4	11,3	823,1
Sociétés non financières	4,5	7,1	9,9	9,2	10,3	11,4	1 401,4
≤ 1 an	8,1	11,2	11,4	10,9	12,6	14,2	534,1
> 1 an	2,6	4,8	9,1	8,3	8,9	9,8	867,3
Administrations publiques	7,1	6,5	1,0	4,3	5,7	5,2	1 187,4
≤ 1 an	1,2	-3,4	-21,5	7,3	15,3	13,8	145,0
> 1 an	8,2	8,1	4,2	3,9	4,5	4,2	1 042,3
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	**6,8**	**9,1**	**9,8**	**9,4**	**9,9**	**10,4**	**1 731,0**
Ménages et assimilés (a)	9,4	11,4	11,5	11,1	10,7	10,6	863,5
≤ 1 an	3,5	5,3	5,2	1,4	-1,7	-1,7	40,4
> 1 an	9,8	11,8	11,9	11,6	11,4	11,3	823,1
Sociétés non financières	5,7	6,9	9,4	8,0	9,4	10,4	705,1
≤ 1 an	4,5	5,0	8,2	7,0	11,9	11,4	174,9
> 1 an	6,1	7,5	9,8	8,3	8,7	10,1	530,2
Administrations publiques	-0,5	7,4	3,2	6,5	8,4	9,3	162,4
≤ 1 an	-9,6	10,0	-11,4	20,2	26,0	22,0	38,2
> 1 an	1,4	6,9	6,0	3,0	4,0	5,9	124,2
Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)	**9,0**	**14,1**	**17,7**	**12,9**	**14,1**	**16,8**	**396,4**
Financements de marché	**5,8**	**5,0**	**1,0**	**4,8**	**5,8**	**5,2**	**1 324,9**
Sociétés non financières	-2,2	0,8	3,4	8,1	8,1	7,7	311,3
≤ 1 an	1,0	14,3	7,7	31,8	23,6	21,3	40,7
> 1 an	-2,5	-0,4	2,9	5,1	6,2	5,9	270,6
Administrations publiques	8,7	6,4	0,3	3,8	5,1	4,5	1 013,5
≤ 1 an	4,7	-6,7	-28,3	1,5	10,3	10,1	95,4
> 1 an	9,3	8,3	4,0	4,0	4,6	3,9	918,2

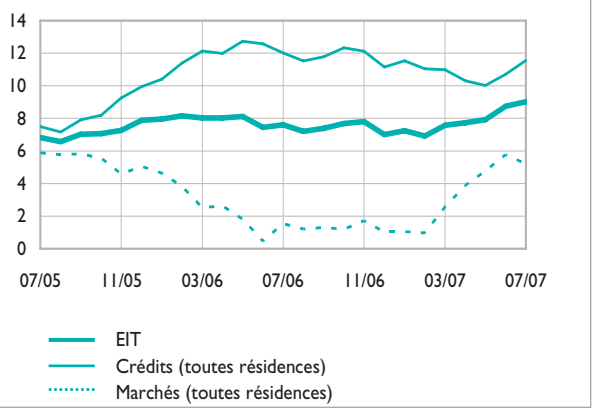
EIT – Répartition par agents

(taux de croissance annuel, en %)



EIT – Répartition par nature de financement

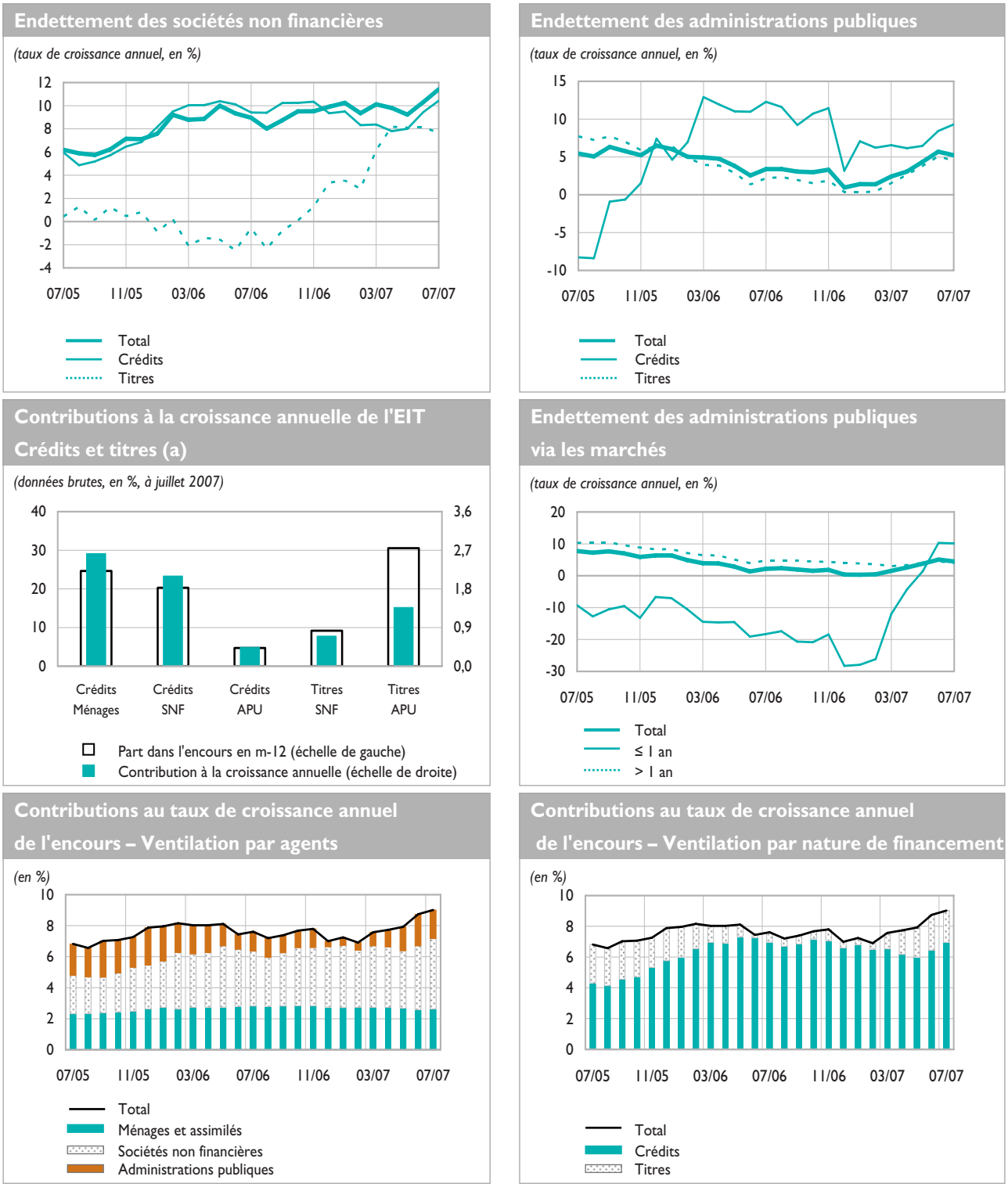
(taux de croissance annuel, en %)



(a) Ménages + institutions sans but lucratif au service des ménages
(b) Institutions financières : institutions financières monétaires + autres intermédiaires financiers
(c) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux + dépôts des non-résidents auprès du Trésor public.

Source : Banque de France *Réalisé le 19 septembre 2007*

Figure 25
Endettement Intérieur Total (EIT) – France



(a) Hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 19 septembre 2007

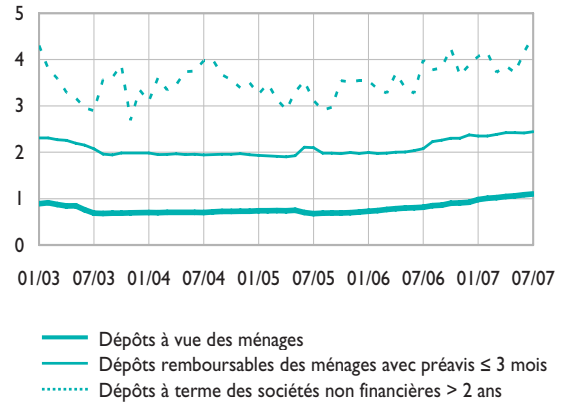
Figure 26
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2005	2006	2006	2007				
	déc.	déc.	juil.	mars	avril	mai	juin	juil.
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,71	0,92	0,81	1,02	1,04	1,06	1,08	1,10
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,97	2,38	2,08	2,39	2,42	2,43	2,42	2,45
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,55	3,88	3,99	3,72	3,87	3,72	4,16	4,50
France								
Livret A (fin de période)	2,00	2,75	2,25	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
Livrets à taux réglementés	2,10	2,82	2,35	2,82	2,82	2,82	2,82	2,82
Livrets à taux de marché	2,18	2,70	2,33	2,77	2,76	2,75	2,77	2,79
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,65	3,38	2,90	3,55	3,64	3,66	3,65	3,74
Dépôts à terme > 2 ans	3,68	3,52	3,49	3,53	3,50	3,52	3,56	3,51

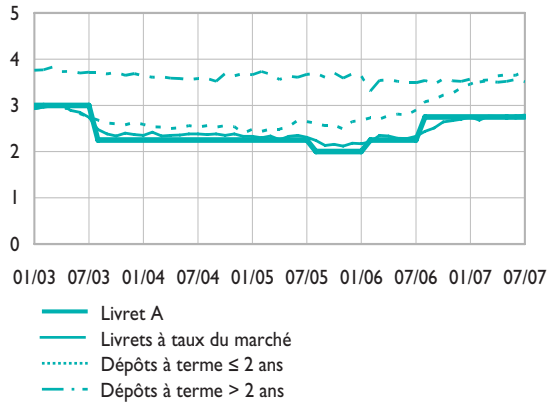
Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)



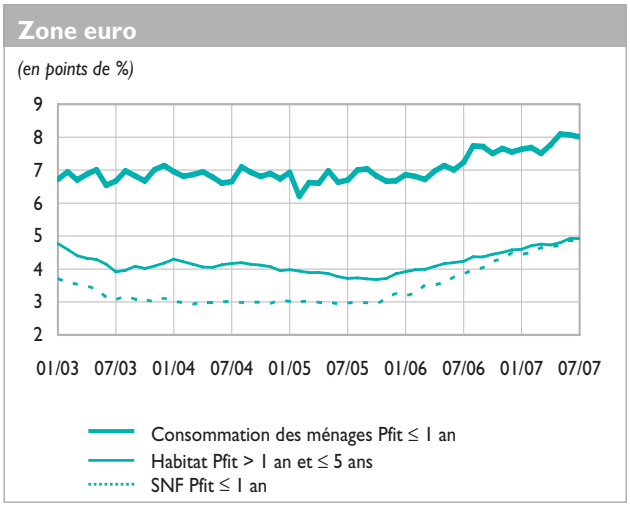
Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

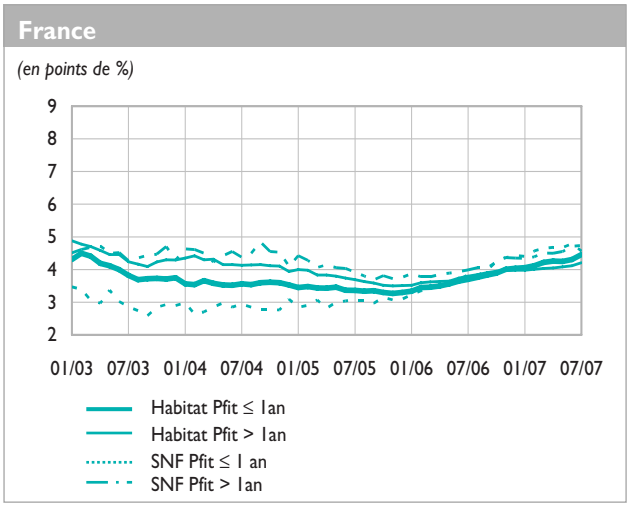
Réalisé le 19 septembre 2007

Figure 27
Coût du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2006					2007						
	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	7,73	7,72	7,50	7,66	7,56	7,63	7,69	7,51	7,77	8,10	8,07	8,01
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	4,37	4,37	4,45	4,50	4,58	4,60	4,71	4,76	4,73	4,80	4,93	4,93
SNF > à EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,98	4,04	4,24	4,31	4,50	4,44	4,50	4,65	4,69	4,71	4,88	4,88
France												
Consommation des ménages	**6,21**	**6,18**	**6,06**	**6,26**	**6,32**	**6,46**	**6,57**	**6,55**	**6,49**	**6,53**	**6,55**	**6,62**
Habitat												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,76	3,83	3,89	4,01	4,04	4,06	4,12	4,22	4,26	4,25	4,31	4,46
Pfit > 1 an (a)	3,85	3,91	3,95	3,97	3,98	3,98	4,01	4,03	4,05	4,08	4,12	4,21
SNF												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,82	3,98	4,25	4,37	4,43	4,40	4,57	4,65	4,68	4,67	4,79	4,56
Pfit > 1 an (a)	4,06	4,05	4,24	4,37	4,35	4,34	4,39	4,51	4,50	4,55	4,71	4,74





(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période pendant laquelle le taux d'un contrat est fixe. Elle égale la durée du crédit lorsque le taux est fixe.
Pfit ≤ un an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an.
Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 19 septembre 2007*

Figure 28
Coût du crédit – France

(en %)

	2006			2007	
	T2	T3	T4	T1	T2
Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	13,65	14,11	14,30	14,44	14,89
Prêts personnels > 1 524 €	6,36	6,40	6,33	6,54	6,70
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	4,49	4,62	4,79	4,70	4,81
Prêts à taux variable	4,18	4,30	4,59	4,68	4,90

Seuils applicables à partir du 1er jour de la période indiquée	2006		2007		
	juil.	oct.	janv.	avril	juil.
Crédit aux particuliers - Taux de l'usure					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	18,20	18,81	19,07	19,25	19,85
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	8,48	8,53	8,44	8,72	8,93
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	5,99	6,16	6,39	6,27	6,41
Prêts à taux variable	5,57	5,73	6,12	6,24	6,53

	2006			2007	
	T2	T3	T4	T1	T2
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	4,84	4,76	5,07	5,39	5,85
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,26	5,52	5,49	5,93	6,20
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,30	5,35	5,35	5,63	5,88
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,72	4,79	4,94	5,20	5,43
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,91	4,11	4,46	4,72	4,97
> 1 524 490 €	3,12	3,20	3,82	4,18	4,63
Découvert					
≤ 15 245 €	9,99	10,32	10,12	10,15	9,29
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	8,01	8,15	7,81	7,98	7,63
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	7,01	6,69	6,25	6,58	6,52
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	5,10	5,25	5,49	5,75	5,73
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	4,68	4,54	4,71	5,15	5,09
> 1 524 490 €	3,54	4,02	4,36	4,42	4,96
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	4,26	4,50	4,86	4,97	5,11
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,44	4,65	4,94	5,13	5,20
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,54	4,73	5,08	5,12	5,38
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,10	4,42	4,80	5,07	5,30
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,67	3,93	4,48	4,79	4,95
> 1 524 490 €	3,24	3,59	4,03	4,36	4,60
Crédits à moyen et long termes					
≤ 15 245 €	4,14	4,28	4,43	4,47	4,65
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,02	4,18	4,32	4,40	4,56
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	3,86	4,07	4,20	4,29	4,43
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,70	3,95	4,14	4,23	4,35
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,66	3,87	4,15	4,26	4,37
> 1 524 490 €	3,67	3,94	4,33	4,55	4,73

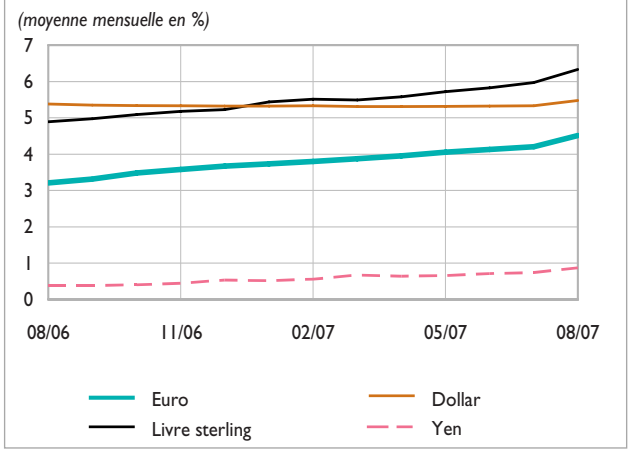
Source : Banque de France *Réalisé le 19 septembre 2007*

Figure 29
Taux d'intérêt

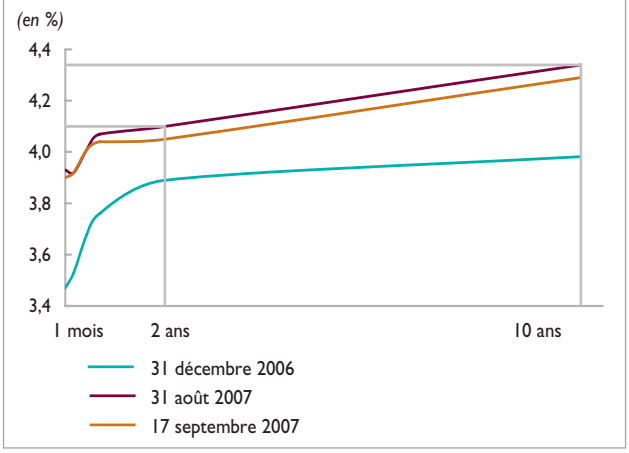
(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 17/09/07
	2006		2007								
	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											**4,00**
Au jour le jour	3,33	3,49	3,56	3,55	3,69	3,81	3,79	3,95	4,06	4,04	
À 3 mois	3,58	3,67	3,73	3,80	3,87	3,96	4,06	4,13	4,21	4,51	
À 1an	3,85	3,91	4,05	4,08	4,09	4,24	4,36	4,49	4,55	4,63	
Livre sterling											**5,75**
Au jour le jour	5,01	5,09	5,22	5,31	5,31	5,30	5,49	5,60	5,87	5,97	
À 3 mois	5,18	5,23	5,44	5,51	5,49	5,58	5,72	5,82	5,97	6,33	
À 1an	5,38	5,44	5,73	5,79	5,72	5,87	6,02	6,20	6,29	6,42	
Dollar											**5,25**
Au jour le jour	5,25	5,26	5,26	5,26	5,27	5,28	5,26	5,28	5,30	5,35	
À 3 mois	5,33	5,33	5,32	5,33	5,31	5,31	5,31	5,33	5,33	5,48	
À 1an	5,28	5,21	5,34	5,35	5,17	5,25	5,30	5,41	5,36	5,19	
Yen											**0,75**
Au jour le jour	0,31	0,35	0,36	0,42	0,59	0,46	0,50	0,54	0,55	0,55	
À 3 mois	0,45	0,54	0,52	0,56	0,68	0,64	0,66	0,71	0,74	0,87	
À 1an	0,68	0,72	0,72	0,70	0,76	0,79	0,86	0,96	0,98	1,07	
Taux des emprunts phares à 10 ans											
France	3,74	3,81	4,07	4,10	4,00	4,21	4,34	4,62	4,58	4,39	
Allemagne	3,73	3,79	4,03	4,05	3,95	4,16	4,29	4,58	4,51	4,31	
Zone euro	3,80	3,90	4,10	4,12	3,98	4,25	4,37	4,66	4,63	4,43	
Royaume-Uni	4,55	4,64	4,88	4,92	4,80	5,03	5,14	5,42	5,41	5,14	
États-Unis	4,65	4,61	4,82	4,78	4,61	4,74	4,81	5,17	5,07	4,73	
Japon	1,70	1,65	1,71	1,71	1,62	1,67	1,68	1,89	1,89	1,65	

Taux du marché interbancaire à 3 mois



Courbe des rendements des titres d'État – France



(a) Court terme : moyenne des taux interbancaires du milieu de fourchette entre les taux offerts et demandés, extraits des cotations affichées par Reuters, à 16h30 pour l'euro, et à 11h30 pour les autres devises
Emprunts phares : taux affichés par Reuters à 16h30

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 19 septembre 2007*

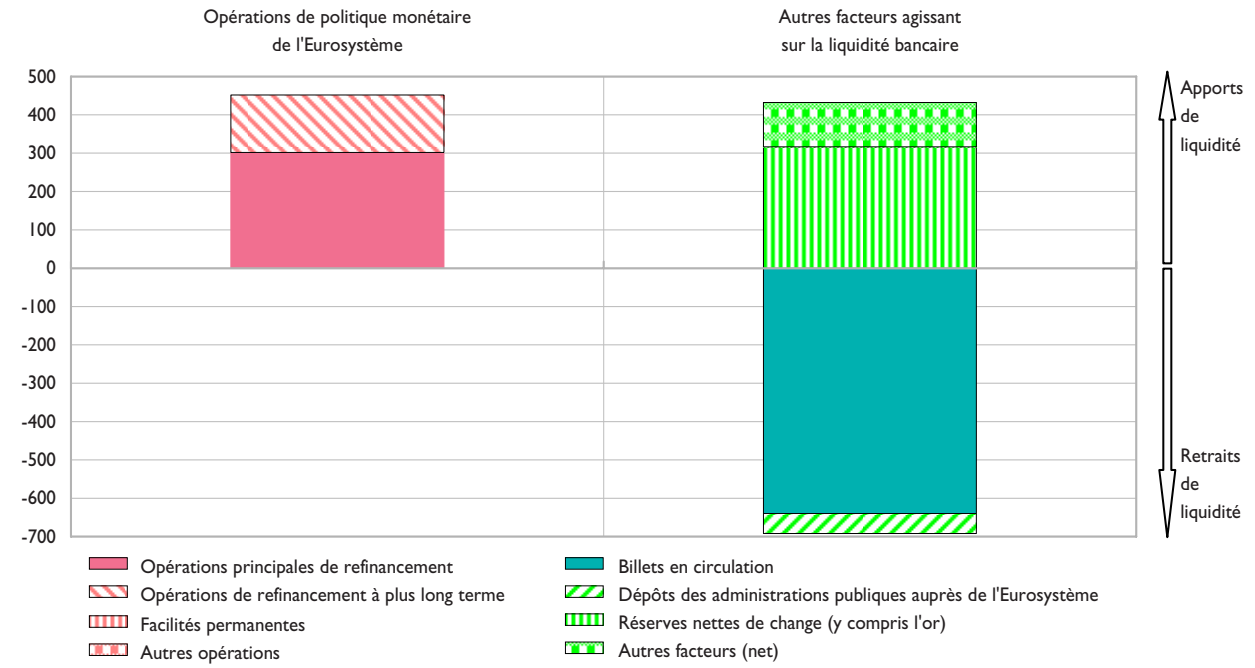
Figure 30
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 11/07/2007 au 07/08/2007)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	**451,8**	**0,4**	**451,4**
Opération principale de refinancement	301,7		301,7
Opération de refinancement à plus long terme	150,0		150,0
Facilités permanentes	0,1	0,4	-0,3
Autres opérations	0,0	0,0	0,0
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	**432,5**	**692,0**	**-259,5**
Billets en circulation		639,7	-639,7
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		52,3	-52,3
Réserves nettes de change (y compris l'or)	316,7		316,7
Autres facteurs (net)	115,8		115,8
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			**191,9**
dont réserves obligatoires			*191,3*

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 11/07/2007 au 07/08/2007)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 19 septembre 2007*

Figure 31
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux de soumission minimal	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
07/12/06	13/12/06	3,50	07/12/06	13/12/06	2,50	4,50
08/03/07	14/03/07	3,75	08/03/07	14/03/07	2,75	4,75
06/06/07	13/06/07	4,00	06/06/07	13/06/07	3,00	5,00

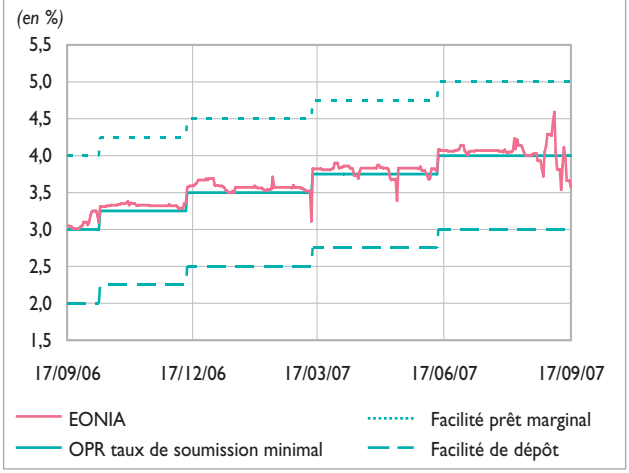
(en %)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2007	8 août	4,06	4,07	2007	31 mai	4,06
	15 août	4,08	4,10		28 juin	4,11
	22 août	4,08	4,09		26 juillet	4,20
	29 août	4,08	4,09		24 août	4,49
	5 septembre	4,15	4,19		30 août	4,56
	12 septembre	4,14	4,17		13 septembre	4,35

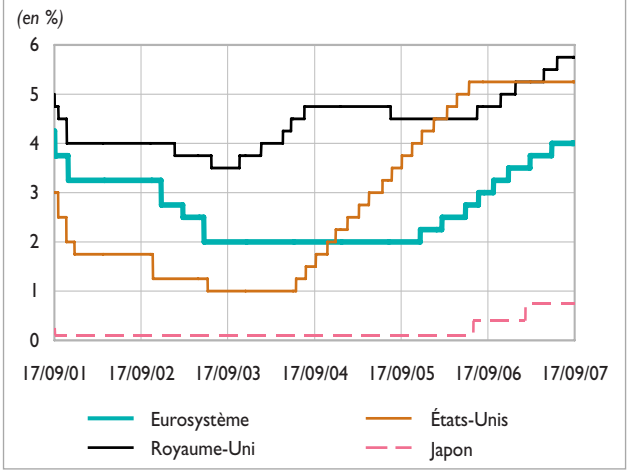
(en milliards d'euros, taux en %)

Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)								
Période de réserve prenant fin le		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
		zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France	
2007	13 mars	179,77	33,70	180,57	33,84	0,80	0,14	3,55
	17 avril	181,84	34,59	182,63	34,69	0,79	0,10	3,81
	14 mai	182,22	34,50	183,21	34,65	0,99	0,15	3,82
	12 juin	185,33	34,69	186,25	34,82	0,92	0,13	3,80
	10 juillet	188,33	35,99	189,58	36,20	1,25	0,21	4,06
	7 août	191,26	36,82	192,00	36,93	0,74	0,11	4,06

Taux directeurs de l'Eurosystème et EONIA



Taux d'intérêt directeurs



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 19 septembre 2007

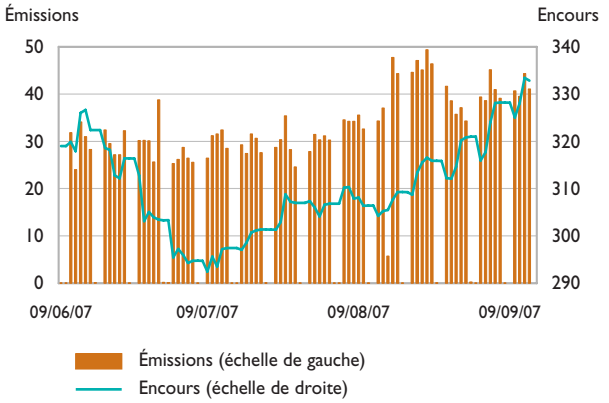
Figure 32
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
09/06/07 au 15/06/07	149,29	322,37	218
16/06/07 au 22/06/07	148,55	316,39	218
23/06/07 au 29/06/07	154,95	303,42	215
30/06/07 au 06/07/07	132,55	294,75	217
07/07/07 au 13/07/07	150,17	297,45	216
14/07/07 au 20/07/07	146,57	301,35	215
21/07/07 au 27/07/07	147,43	306,98	215
28/07/07 au 03/08/07	151,06	306,81	214
04/08/07 au 10/08/07	171,34	306,40	216
11/08/07 au 17/08/07	169,24	309,25	218
18/08/07 au 24/08/07	232,64	315,89	218
25/08/07 au 31/08/07	187,41	320,85	219
01/09/07 au 07/09/07	203,47	328,20	215

Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)

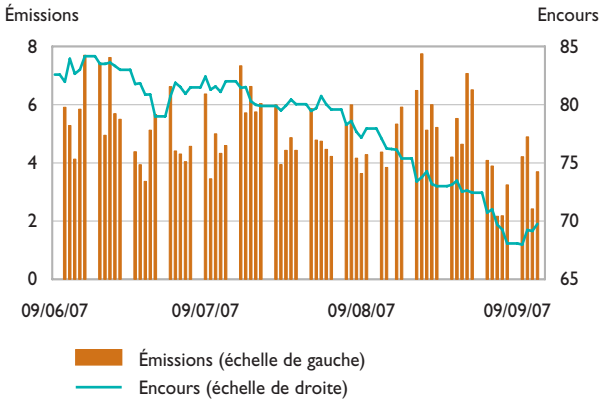


Billets de trésorerie

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
09/06/07 au 15/06/07	28,88	84,16	86
16/06/07 au 22/06/07	31,21	83,01	86
23/06/07 au 29/06/07	22,48	78,99	85
30/06/07 au 06/07/07	23,96	81,48	86
07/07/07 au 13/07/07	23,74	82,00	87
14/07/07 au 20/07/07	31,48	79,89	87
21/07/07 au 27/07/07	23,67	80,04	87
28/07/07 au 03/08/07	24,09	79,59	87
04/08/07 au 10/08/07	23,41	77,96	86
11/08/07 au 17/08/07	19,48	75,39	86
18/08/07 au 24/08/07	30,58	73,01	86
25/08/07 au 31/08/07	27,96	72,45	86
01/09/07 au 07/09/07	15,58	68,09	85

Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)

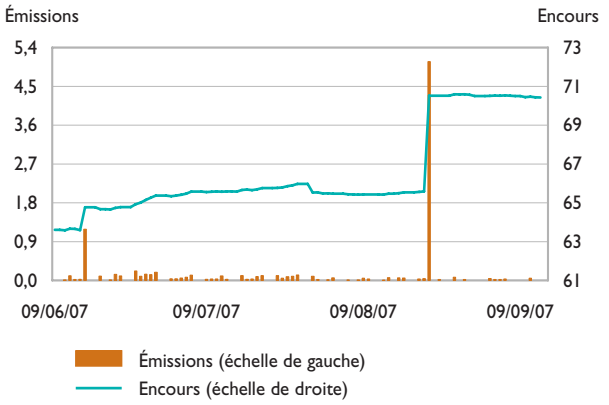


Bons à moyen terme négociables

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
09/06/07 au 15/06/07	1,34	64,76	135
16/06/07 au 22/06/07	0,35	64,78	135
23/06/07 au 29/06/07	0,78	65,37	135
30/06/07 au 06/07/07	0,32	65,57	136
07/07/07 au 13/07/07	0,21	65,58	134
14/07/07 au 20/07/07	0,36	65,75	134
21/07/07 au 27/07/07	0,46	65,97	134
28/07/07 au 03/08/07	0,19	65,47	134
04/08/07 au 10/08/07	0,11	65,43	134
11/08/07 au 17/08/07	0,18	65,54	134
18/08/07 au 24/08/07	5,16	70,52	134
25/08/07 au 31/08/07	0,10	70,50	134
01/09/07 au 07/09/07	0,12	70,52	134

Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)



(a) Les émissions en euros sont cumulées sur la période de référence et les encours sont calculés à la date d'arrêté (dernier jour de la période considérée).

Source : Banque de France *Réalisé le 19 septembre 2007*

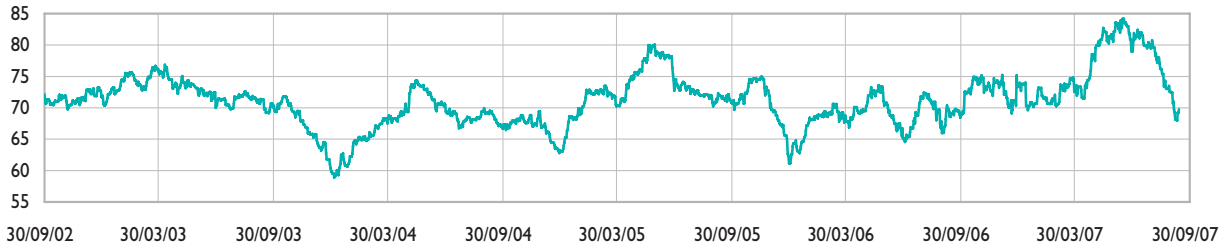
Figure 33
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)

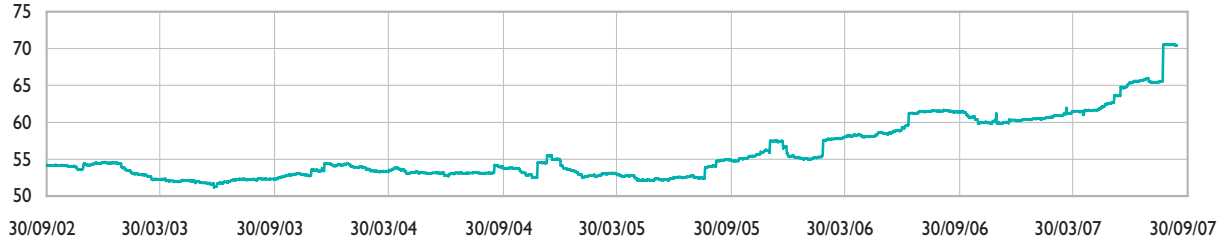
Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



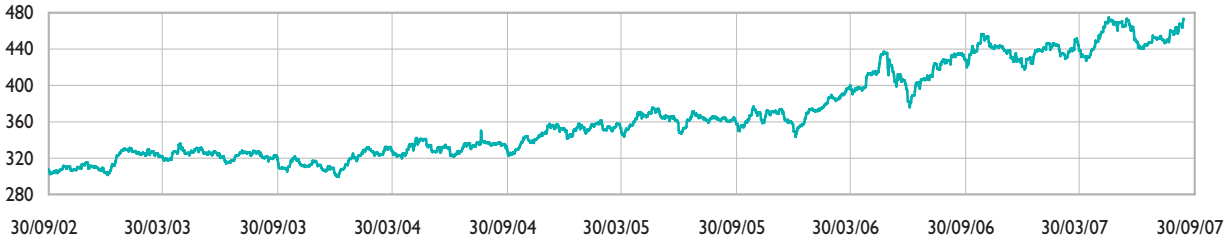
Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 19 septembre 2007

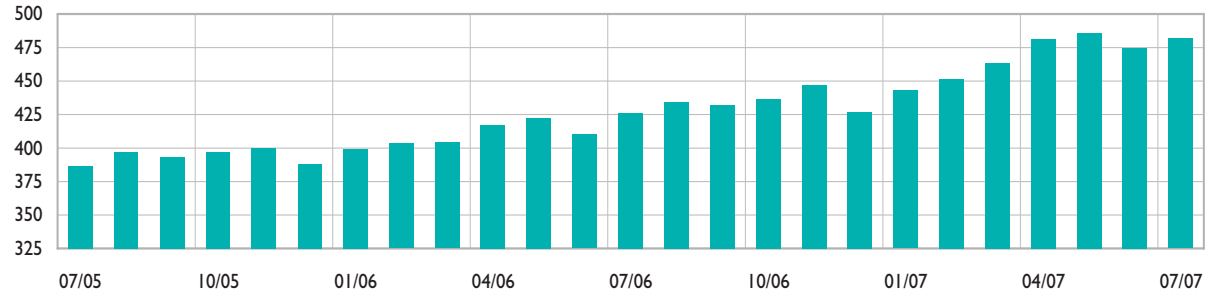
Figure 34
Titres d'OPCVM – France

(en milliards d'euros)

	2006		2007	2007
	sept.	déc.	mars	juil.
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	431,88	426,82	463,67	481,79
OPCVM obligations	194,37	191,70	196,76	
OPCVM actions	307,60	332,36	345,64	
OPCVM diversifiés	286,86	297,64	310,19	
OPCVM de fonds alternatifs	24,33	26,83	32,03	
OPCVM garantis	0,04	0,05	0,04	
Fonds à formule	65,62	70,98	71,82	

Actif net des OPCVM monétaires

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 19 septembre 2007

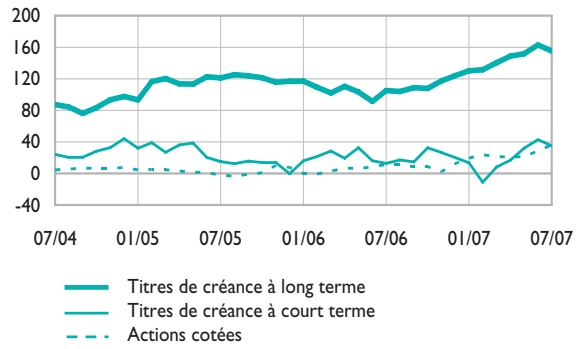
Figure 35
Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2005	2006	2007	Cumul	2007	2006	2007
	déc.	déc.	juil.	12 mois	juil.	déc.	juil.
Titres de créance émis par les résidents français							
Total	**2 005,3**	**2 137,6**	**2 267,7**	**190,4**	**0,0**	**7,2**	**9,1**
Titres de créance à long terme	1 639,1	1 750,7	1 839,2	155,3	-1,3	7,6	9,2
Administrations publiques	*858,9*	*891,4*	*918,2*	*34,6*	*-6,4*	*3,9*	*3,9*
Institutions financières monétaires (IFM)	*488,9*	*562,4*	*618,5*	*106,3*	*4,9*	*17,0*	*20,6*
Sociétés hors IFM	*291,3*	*296,9*	*302,5*	*14,4*	*0,1*	*2,8*	*5,0*
Titres de créance à court terme	366,2	386,9	428,6	35,1	1,4	5,5	8,9
Administrations publiques	*108,5*	*77,5*	*95,4*	*8,8*	*-0,9*	*-28,3*	*10,2*
Institutions financières monétaires (IFM)	*218,0*	*268,0*	*279,3*	*16,4*	*-1,3*	*22,8*	*6,2*
Sociétés hors IFM	*39,7*	*41,3*	*53,9*	*10,0*	*3,6*	*3,0*	*22,7*
Actions françaises cotées							
Tous secteurs	**1 375,0**	**1 702,9**	**1 809,9**	**36,3**	**10,5**	**0,7**	**2,1**

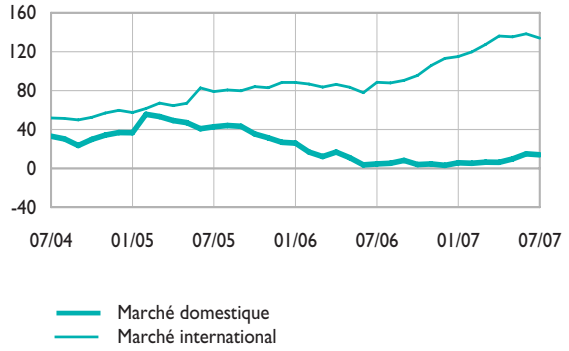
Émissions nettes de titres par les résidents français

(par nature de titres, cumul 12 mois, en milliards d'euros)



Émissions nettes de titres de créance à long terme par les résidents français

(par type de marché, cumul 12 mois, en milliards d'euros)



(a) Encours nominal pour les titres de dette, encours en valeur de marché pour les actions cotées
(b) Corrigé des variations de change et autres ajustements

Source : Banque de France

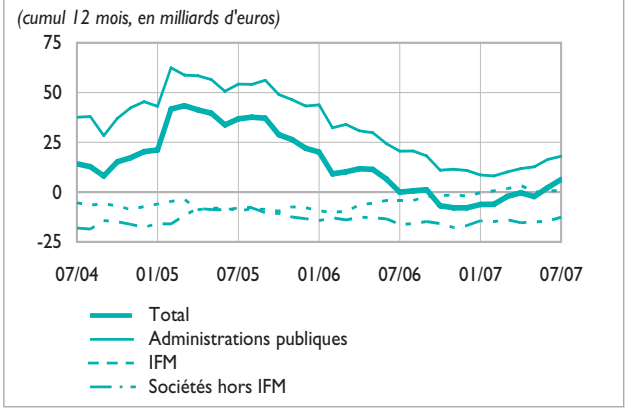
Réalisé le 19 septembre 2007

Figure 36
Émissions d'obligations et d'actions cotées par les résidents français

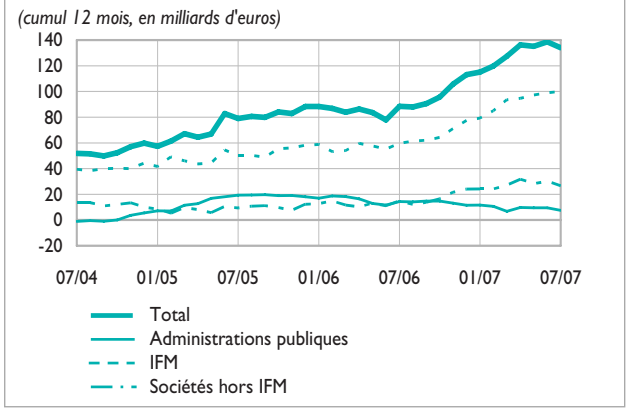
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2005	2006	2007	Cumul	2007	Cumul	2007
	déc.	déc.	juil.	12 mois	juil.	12 mois	juil.
Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris							
Total	**848,0**	**840,8**	**861,5**	**6,3**	**2,8**	**77,1**	**5,7**
Administrations publiques	628,5	639,4	666,2	18,0	4,3	62,2	5,1
Institutions financières monétaires (IFM)	120,7	119,0	118,0	1,0	-0,3	11,8	0,2
Sociétés hors IFM	98,8	82,4	77,3	-12,7	-1,1	3,0	0,4
Actions françaises cotées							
Total	**1 375,0**	**1 702,9**	**1 809,9**	**36,3**	**10,5**	**47,0**	**11,5**
Institutions financières monétaires (IFM)	160,8	227,3	220,2	7,8	1,0	8,2	1,0
Sociétés hors IFM	1 214,1	1 475,7	1 589,6	28,5	9,5	38,8	10,5

Émissions nettes d'obligations
Place financière de Paris



Émissions nettes d'obligations
Autres places internationales



(a) Encours nominal pour les obligations, encours en valeur de marché pour les actions cotées

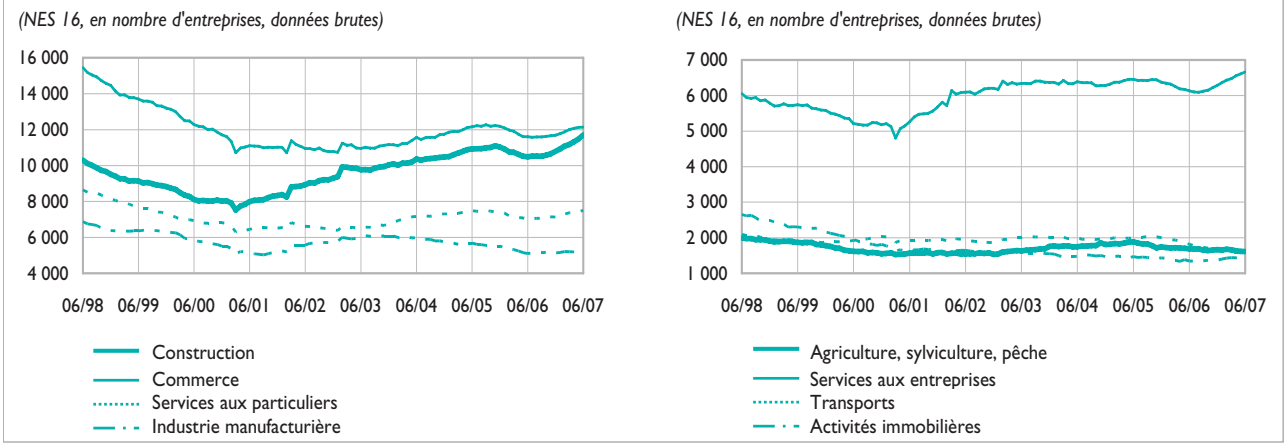
Source : Banque de France *Réalisé le 19 septembre 2007*

Figure 37
État des défaillances d'entreprises par secteurs – France

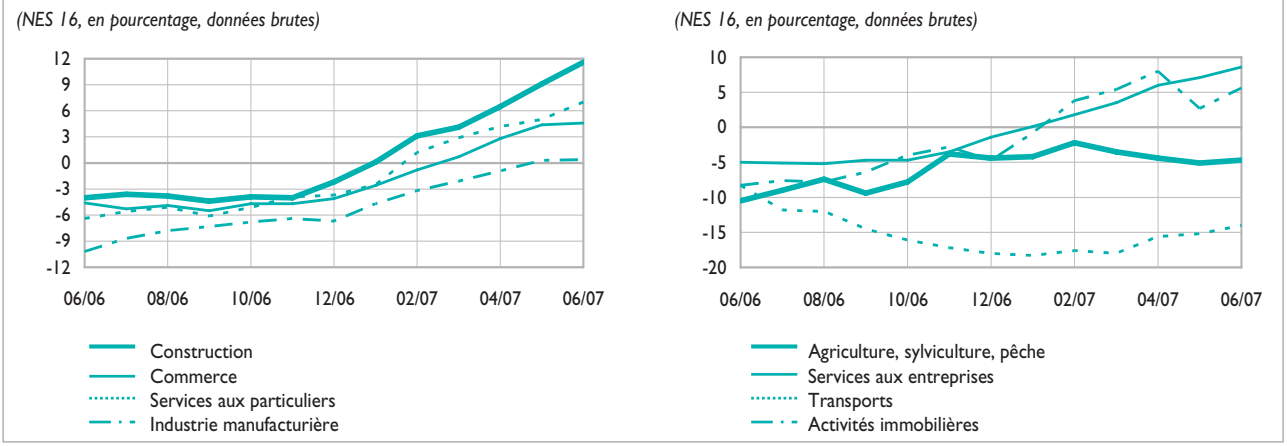
(NES 16, en nombre d'entreprises, données brutes, cumul 12 mois)

	2006						2007					
	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin
Agriculture, sylviculture, pêche	1 681	1 694	1 653	1 644	1 653	1 667	1 656	1 676	1 660	1 636	1 615	1 611
Industrie manufacturière	5 132	5 161	5 154	5 171	5 161	5 144	5 159	5 211	5 206	5 198	5 171	5 122
Agricoles et alimentaires	*1 150*	*1 155*	*1 166*	*1 187*	*1 199*	*1 179*	*1 213*	*1 244*	*1 263*	*1 291*	*1 289*	*1 287*
Biens de consommation	*1 587*	*1 591*	*1 585*	*1 580*	*1 567*	*1 576*	*1 585*	*1 620*	*1 611*	*1 598*	*1 589*	*1 560*
Automobile	*61*	*62*	*61*	*61*	*70*	*66*	*65*	*69*	*69*	*67*	*63*	*55*
Biens d'équipement	*967*	*972*	*971*	*980*	*985*	*1 007*	*988*	*967*	*964*	*958*	*961*	*951*
Biens intermédiaires	*1 367*	*1 381*	*1 371*	*1 363*	*1 340*	*1 316*	*1 308*	*1 311*	*1 299*	*1 284*	*1 269*	*1 269*
Construction	10 529	10 526	10 515	10 576	10 654	10 791	10 924	11 093	11 182	11 323	11 473	11 708
Commerce	11 570	11 597	11 591	11 627	11 656	11 694	11 773	11 882	12 004	12 076	12 128	12 131
Transports	1 782	1 777	1 734	1 705	1 677	1 644	1 621	1 603	1 586	1 591	1 571	1 563
Activités immobilières	1 339	1 343	1 355	1 366	1 360	1 368	1 403	1 430	1 441	1 438	1 419	1 422
Services aux entreprises	6 097	6 090	6 118	6 147	6 218	6 285	6 358	6 433	6 473	6 554	6 608	6 659
Services aux particuliers	7 045	7 067	7 054	7 080	7 147	7 137	7 167	7 290	7 371	7 405	7 442	7 505
Autres (a)	1 245	1 261	1 285	1 349	1 418	1 526	1 628	1 718	1 776	1 813	1 838	1 840
Total des secteurs	**46 420**	**46 516**	**46 459**	**46 665**	**46 944**	**47 256**	**47 689**	**48 336**	**48 699**	**49 034**	**49 265**	**49 561**

Défaillances d'entreprises en cumul 12 mois



Défaillances d'entreprises en glissement annuel



(a) Les autres secteurs comprennent l'énergie, les activités financières, l'éducation et les administrations.
Source : Banque de France

Réalisé le 19 septembre 2007

Figure 38
Systèmes de paiement de masse – France

(moyenne quotidienne en millions d'euros, part en % sur le dernier mois)

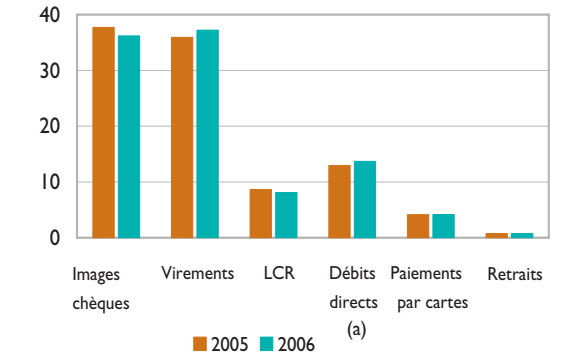
	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					juin	juil.	août	Part
Images chèques	8 075	6 836	7 084	7 132	7 223	8 077	5 572	32,3
Virements	5 706	6 124	6 753	7 342	8 486	8 207	6 821	39,5
LCR	1 661	1 652	1 620	1 593	1 614	1 533	1 639	9,5
Avis de prélèvement	1 453	1 495	1 599	1 705	1 673	1 697	1 467	8,5
TIP	165	164	159	155	110	88	61	0,4
Télérèglements	457	527	670	842	1 324	842	746	4,3
Paiements par cartes	664	705	772	819	859	904	809	4,7
Retraits	137	133	136	139	143	154	142	0,8
Total	**18 319**	**17 634**	**18 793**	**19 727**	**21 432**	**21 502**	**17 257**	**100,0**

(moyenne quotidienne en milliers d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					juin	juil.	août	Part
Images chèques	13 597	13 013	12 784	12 159	11 633	11 654	9 457	21,9
Virements	6 593	6 695	7 038	7 239	7 872	7 208	6 191	14,4
LCR	419	408	401	390	386	368	378	0,9
Avis de prélèvement	6 215	6 560	7 179	7 628	7 678	8 022	7 085	16,4
TIP	557	554	511	491	388	399	323	0,7
Télérèglements	7	10	17	27	26	35	24	0,1
Paiements par cartes	14 355	15 159	16 504	17 339	18 024	18 934	17 273	40,1
Retraits	2 565	2 446	2 476	2 497	2 566	2 619	2 368	5,5
Total	**44 307**	**44 845**	**46 910**	**47 771**	**48 573**	**49 239**	**43 099**	**100,0**

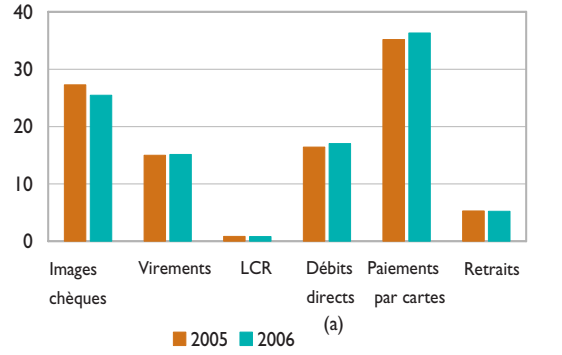
Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des montants échangés)



Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des volumes échangés)



(a) Débits directs : prélèvements comprenant les avis de prélèvements, les TIP et les télérèglements.

Source : GSIT (Groupement pour un Système Interbancaire de Télécompensation) *Réalisé le 19 septembre 2007*

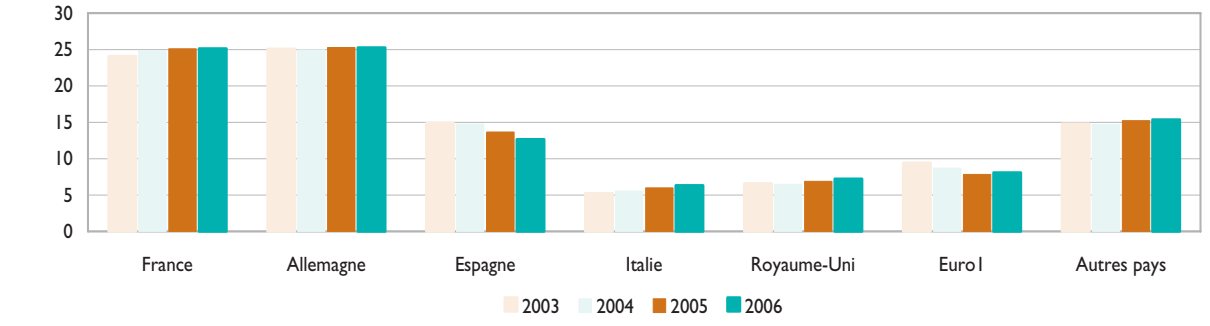
Figure 39
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					avril	mai	juin	Part
France	448	486	544	588	658	648	661	23,8
Target transfrontière	*75*	*81*	*95*	*107*	*129*	*120*	*129*	*4,6*
Target domestique (TBF)	*302*	*338*	*386*	*423*	*458*	*457*	*458*	*16,5*
Système net (PNS)	*70*	*67*	*62*	*58*	*71*	*71*	*74*	*2,7*
Allemagne (a)	504	488	547	591	676	665	682	24,5
Target transfrontière	*141*	*143*	*163*	*183*	*206*	*212*	*222*	*8,0*
Target domestique (ELS puis RTGS+)	*364*	*345*	*384*	*408*	*470*	*453*	*460*	*16,5*
Espagne	277	288	296	296	332	342	357	12,8
Target transfrontière	*20*	*23*	*23*	*27*	*37*	*31*	*32*	*1,2*
Target domestique (SLBE)	*255*	*265*	*273*	*269*	*295*	*311*	*325*	*11,7*
Système net (SEPI) (b)	*1*	*1*	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	97	108	130	148	161	172	197	7,1
Target transfrontière	*33*	*32*	*41*	*47*	*56*	*55*	*65*	*2,3*
Target domestique (BI-REL)	*64*	*76*	*89*	*101*	*106*	*117*	*133*	*4,8*
Royaume-Uni	122	127	149	169	207	207	203	7,3
Target transfrontière	*93*	*101*	*114*	*126*	*155*	*153*	*165*	*5,9*
Target domestique (Chaps Euro)	*29*	*26*	*35*	*42*	*52*	*54*	*38*	*1,4*
Euro 1 (ABE) (d)	175	170	170	189	222	214	236	8,5
Autres pays	275	287	330	360	442	428	448	16,1
Total Union européenne (à 15)	**1 899**	**1 955**	**2 166**	**2 342**	**2 698**	**2 675**	**2 784**	**100,0**
Target transfrontière	537	564	651	725	866	853	906	32,5
Target domestique	1 113	1 150	1 281	1 368	1 538	1 536	1 567	56,3
Systèmes nets	249	240	233	249	295	286	312	11,2

Évolution des parts de marché de chaque place

(% des capitaux échangés)



(a) Depuis janvier 2006, les chiffres incluent les transactions des participants slovènes connectés à RTGS+.
(b) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)
(c) Les chiffres incluent les transactions des participants polonais (depuis mars 2005) et estoniens (depuis novembre 206) connectés à BI-REL.
(d) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.
NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 19 septembre 2007*

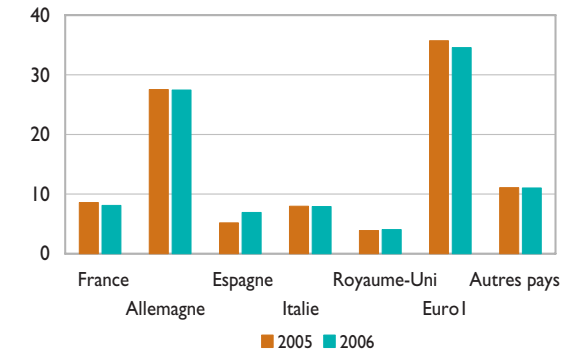
Figure 40
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

(moyenne quotidienne en nombre d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					avril	mai	juin	Part
France	43 905	42 509	44 107	43 890	49 663	42 046	49 063	7,8
Target transfrontière	*6 804*	*7 384*	*8 500*	*9 631*	*11 741*	*10 080*	*12 254*	*1,9*
Target domestique (TBF)	*8 348*	*8 071*	*8 589*	*8 321*	*9 014*	*7 477*	*9 586*	*1,5*
Système net (PNS)	*28 753*	*27 054*	*27 018*	*25 937*	*28 907*	*24 489*	*27 223*	*4,3*
Allemagne (a)	128 597	131 503	141 396	148 613	171 782	157 238	166 586	26,4
Target transfrontière	*18 028*	*19 231*	*19 847*	*20 186*	*21 174*	*19 732*	*21 130*	*3,4*
Target domestique (ELS puis RTGS+)	*110 569*	*112 272*	*121 548*	*128 427*	*150 608*	*137 506*	*145 457*	*23,1*
Espagne	20 103	18 464	26 723	37 439	43 476	40 713	43 415	6,9
Target transfrontière	*2 339*	*2 760*	*3 408*	*4 046*	*4 959*	*4 709*	*5 225*	*0,8*
Target domestique (SLBE)	*10 783*	*11 618*	*23 315*	*33 393*	*38 517*	*36 005*	*38 190*	*6,1*
Système net (SEPI) (b)	*6 981*	*4 086*	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	36 953	35 060	41 045	42 934	46 476	47 536	48 800	7,7
Target transfrontière	*6 741*	*7 269*	*7 799*	*8 151*	*9 107*	*8 958*	*9 394*	*1,5*
Target domestique (BI-REL)	*30 212*	*27 791*	*33 246*	*34 782*	*37 369*	*38 577*	*39 405*	*6,3*
Royaume-Uni	16 832	18 119	20 089	21 871	25 267	23 239	24 483	3,9
Target transfrontière	*11 391*	*12 799*	*14 223*	*16 144*	*18 706*	*17 022*	*18 597*	*2,9*
Target domestique (Chaps Euro)	*5 441*	*5 320*	*5 866*	*5 728*	*6 561*	*6 217*	*5 886*	*0,9*
Euro 1 (ABE) (d)	152 359	161 097	183 450	187 163	217 377	205 569	219 058	34,7
Autres pays	52 950	54 895	57 002	59 686	70 915	67 909	79 080	12,5
Total Union européenne (à 15)	**451 700**	**461 647**	**513 812**	**541 597**	**624 956**	**584 249**	**630 484**	**100,0**
Target transfrontière	59 816	65 040	69 894	74 580	84 275	78 726	85 813	13,6
Target domestique	201 392	202 193	231 097	251 617	292 069	273 184	294 642	46,7
Systèmes nets	190 492	194 413	212 822	215 401	248 613	232 339	250 029	39,7

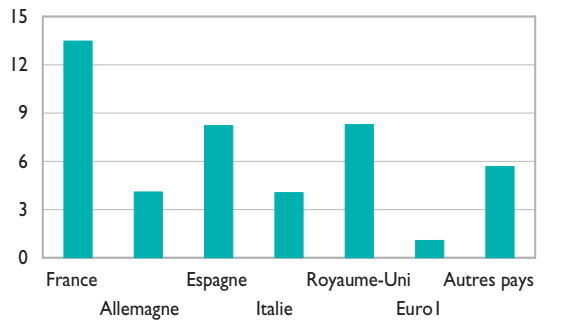
Évolution des parts de marché de chaque place

(% des volumes échangés)



Montant moyen d'une opération dans les systèmes en euro de l'Union Européenne à 15 en juin 2007

(en millions d'euros)



(a) Depuis janvier 2006, les chiffres incluent les transactions des participants slovènes connectés à RTGS+.
(b) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)
(c) Les chiffres incluent les transactions des participants polonais (depuis mars 2005) et estoniens (depuis novembre 206) connectés à BI-REL.
(d) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.
NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 19 septembre 2007*

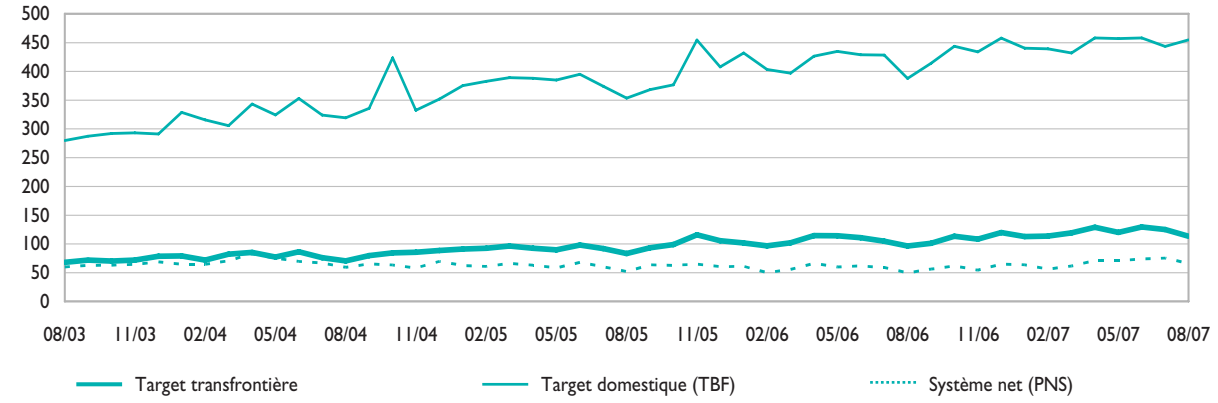
Figure 41
Systèmes de paiement de montant élevé – France

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					avril	mai	juin	Part
Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)								
Titres français négociables	10,8	12,3	14,6	14,2	11,1	11,2	9,6	20,6
Créances privées	7,0	6,4	6,3	7,4	19,4	18,5	20,3	43,7
Titres mobilisés *via* le CCBM	4,2	7,4	7,4	7,2	7,2	5,9	5,6	12,0
Autres titres étrangers (a)	3,3	4,6	5,6	8,4	10,0	9,1	11,0	23,7
Total	**25,3**	**30,7**	**33,9**	**37,2**	**47,7**	**44,7**	**46,5**	**100,0**

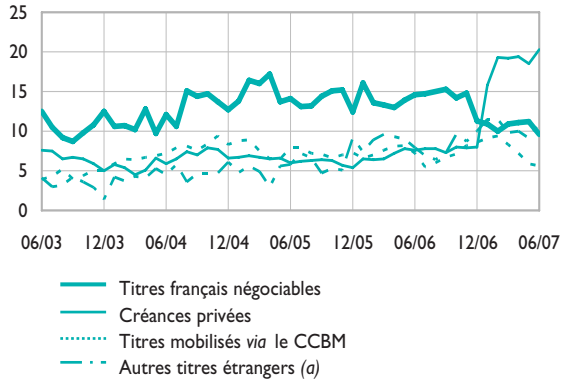
Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

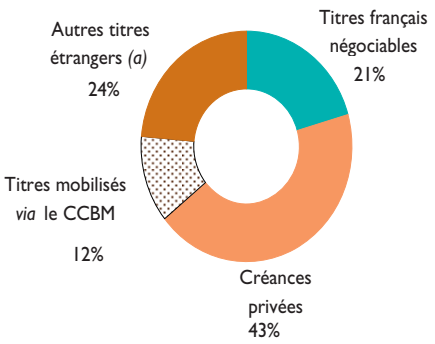


Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en juin 2007



(a) Autres titres étrangers mobilisés via les liens entre les systèmes de règlement – livraison de titres

Source : Banque de France

Réalisé le 19 septembre 2007

Notice méthodologique

1| Situation économique générale

1|1 Compétitivité

Les indicateurs de compétitivité sont calculés selon la méthodologie développée par L. Buldorini et *alii* [1]. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, prennent notamment en compte la concurrence sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Elles sont calculées sur la base des échanges de produits manufacturés en moyenne sur les années 1999 à 2001. Pour les pays de l'Union européenne, les déflateurs utilisés sont les indices de prix à la consommation harmonisés.

Le groupe de 22 pays partenaires de l'OCDE est constitué de l'Allemagne, de l'Australie, de l'Autriche, de la Belgique, du Canada, du Danemark, de l'Espagne, des États-Unis, de la Finlande, du Royaume-Uni, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie, du Japon, des Pays-Bas, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, du Portugal, de la Suède, de la Suisse, du Mexique et de la Corée du Sud.

Le groupe de 46 pays partenaires est constitué de l'Union européenne (UE à 15, la Pologne, la Hongrie, Chypre, Malte), des États-Unis, de la Suisse, du Japon, du Canada, de la Corée du Sud, de la Chine, de la Turquie, du Maroc, de Taiwan, de Hong Kong, de la Norvège, du Brésil, de l'Australie, de l'Indonésie, de l'Inde, de l'Argentine, d'Israël, de la Thaïlande, de Singapour, de l'Afrique du Sud, de la Malaisie, du Mexique, du Chili, des Philippines, du Pakistan, du Venezuela, de la Colombie, de la Nouvelle-Zélande, et de l'Algérie.

Le groupe de 56 pays partenaires est constitué de ces mêmes pays, auxquels s'ajoutent la République tchèque, la Slovénie, la Slovaquie, la Lituanie, l'Estonie, la Lettonie, la Roumanie, la Bulgarie, la Croatie et la Russie.

1|2 Balance des paiements

Définitions

La balance des paiements est un document statistique, présenté suivant les règles de la comptabilité en partie double, qui rassemble et ordonne l'ensemble des transactions économiques et financières entre les résidents français et les non-résidents, au cours d'une période donnée.

Les résidents sont les personnes physiques ayant leur principal centre d'intérêt en France, quelle que soit leur nationalité — à l'exception des fonctionnaires et militaires étrangers en poste en France, les fonctionnaires et autres agents publics français en poste à l'étranger ou mis à la disposition d'organisations internationales ou d'autres employeurs non résidents, les personnes morales, françaises ou étrangères, pour leurs établissements en France, lorsqu'il y a existence d'une activité économique réelle exercée en France par des unités de production autonomes, quelle qu'en soit leur forme juridique.

Pour l'élaboration des statistiques de balance des paiements, la France comprend la métropole, la principauté de Monaco, les départements d'Outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion), les collectivités territoriales de Mayotte et Saint-Pierre-et-Miquelon. Tous les autres pays constituent « l'étranger » ou le « reste du monde ».

La balance des paiements est traditionnellement présentée du point de vue de la nation, contrairement à la comptabilité nationale au sein de laquelle les échanges entre la France et l'extérieur sont présentés du point de vue de l'agent « reste du monde ».

Mode d'enregistrement

Par convention, en balance des paiements, un chiffre positif (crédit) correspond à une exportation ou à une recette lorsqu'il se rapporte à une opération réelle,

[1] *Buldorini, Makrydakis et Thimann (2002) :* "The effective exchange rates of the euro", *BCE,* Occasional Paper, *n° 2, consultable sur le site de la BCE* (http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp2.pdf)

c'est-à-dire à des échanges de biens, de services et des paiements de revenus. Un chiffre négatif (débit) représente une importation ou une dépense. S'agissant du compte financier, un chiffre positif reflète une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements, qu'ils soient financiers ou monétaires. Un chiffre négatif représente une augmentation des avoirs ou une diminution des engagements. Ainsi, un chiffre négatif au titre des avoirs de réserve signifie que les réserves ont augmenté.

La balance des paiements est établie chaque mois, dans une forme simplifiée, selon un calendrier annoncé à l'avance, environ six semaines après la fin du mois sous revue. Les révisions trimestrielles, environ soixante-quinze jours après la fin du trimestre sont l'occasion d'améliorer la qualité des données, mais également de publier une information plus détaillée. Les révisions annuelles, publiées en mai, concernent non seulement l'année précédente, mais également les deux années antérieures.

Les premiers résultats mensuels publiés sont considérés comme provisoires. Les données trimestrielles après révision et les données de l'année précédant l'année en cours ont le statut de résultats semi-définitifs. Les données des années antérieures sont qualifiées de résultats définitifs.

Secteurs économiques

Dans certaines parties de la balance des paiements — les transferts courants, les investissements de portefeuille, les « autres investissements » —, les échanges recensés font l'objet d'un classement en fonction du secteur économique auquel appartient le résident impliqué dans l'opération. On distingue dans ce cas :

• les autorités monétaires, c'est-à-dire la Banque de France ;

• le secteur des administrations publiques (APU), qui regroupe l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale ;

• le secteur des institutions financières monétaires hors Banque centrale (IFM), comprenant les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation communautaire et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts de dépôts de la part d'entités autres que des IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Les OPCVM monétaires remplissent les conditions et sont dès lors inclus dans le secteur des IFM ;

• les « autres secteurs », qui regroupent les agents économiques autres que ceux inclus dans les trois secteurs précédents : les entreprises industrielles et commerciales, les assurances, les institutions financières non monétaires, notamment les entreprises d'investissement et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières non monétaires (OPCVM non monétaires), les institutions à but non lucratif au service des ménages et les ménages.

Les grandes composantes de la balance des paiements

Définies par le cinquième *Manuel de la balance des paiements* du FMI, les composantes types de la balance des paiements sont réparties entre le compte de transactions courantes, le compte de capital et le compte financier. Le poste des erreurs et omissions nettes est un poste d'ajustement dont l'existence tient à ce que, à la différence d'un véritable système de comptabilisation en partie double, les enregistrements en débit et crédit dans la balance des paiements ne sont pas inscrits simultanément à l'occasion de chaque transaction, mais résultent de déclarations indépendantes qui peuvent générer des erreurs, des oublis ou des décalages de période.

Le compte de transactions courantes regroupe les échanges de biens et services, les revenus et les transferts courants. Les échanges de biens sont évalués à partir des statistiques du commerce extérieur de la direction générale des Douanes et des Droits indirects, auxquelles sont ajoutées les transactions relatives à l'avitaillement, au travail à façon et aux réparations.

Les échanges de services hors voyages sont subdivisés en plusieurs postes selon leur nature économique. Parmi les postes mis en évidence par la balance des paiements, figurent notamment les transports, éclatés entre les transports maritimes, aériens et les autres transports, les services de communication, les services de construction, les services d'assurance, les services financiers, les services informatiques et d'information,

les redevances et droits de licence, les autres services aux entreprises, qui peuvent être décomposés en négoce international, autres services commerciaux, locations et services divers aux entreprises.

Les voyages constituent un poste particulier au sein des échanges de services, à la fois par leur importance et par leur définition, qui ne prend pas en compte la nature économique de l'échange, mais les modalités de celui-ci. La ligne voyages reflète au crédit l'ensemble des dépenses des non-résidents en France effectuées au titre de leurs frais de séjour à l'occasion d'excursions, de voyages touristiques ou de voyages d'affaires, de durée inférieure à un an, ainsi que les frais engagés au titre des services personnels (de santé, de scolarité, etc.) acquis auprès de résidents ; au débit, les dépenses de même nature effectuées par des résidents français à l'étranger. Les dépenses et recettes de transport liées aux voyages internationaux ne sont pas enregistrées sous cette ligne, mais avec les services de transport. À l'inverse, les transports intérieurs effectués par des non-résidents et les transports à l'intérieur d'un pays étranger effectués par des résidents sont en principe inclus dans les voyages (en pratique, il est parfois difficile de différencier les dépenses de transport intérieur des dépenses de transport international).

Les revenus sont partagés entre rémunérations des salariés et revenus d'investissements. Les rémunérations des salariés comprennent les salaires, gages, traitements versés par des employeurs non résidents à leurs salariés résidents (travailleurs frontaliers, saisonniers, en mission de courte durée) et inversement. Les revenus des investissements correspondent aux recettes ou paiements afférents aux avoirs ou engagements financiers extérieurs. Ils sont décomposés en fonction de la nature des opérations financières auxquelles ils se rattachent, revenus des investissements directs, revenus des investissements de portefeuille et autres revenus d'investissements (cf. ci-après pour une définition des rubriques du compte financier). Les dividendes (revenus des titres de participations) sont enregistrés à la date de versement et les intérêts (revenus des créances) sur la base des droits constatés.

Les transferts courants constituent la contrepartie comptable de biens, services, capitaux exportés ou importés gratuitement, c'est-à-dire sans contrepartie apparente ou mesurable. Ils sont ventilés par secteur. Les transferts courants des administrations publiques comprennent notamment la coopération internationale, les contributions de la France aux dépenses des organisations internationales, les recettes et versements d'impôts en provenance et à destination d'administrations publiques étrangères effectués dans le cadre de conventions fiscales, les versements des administrations de sécurité sociale à des travailleurs ou à d'anciens travailleurs non résidents et à leurs ayant-droits et les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du FEOGA — section orientation, qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

Les transferts des autres secteurs sont ventilés en deux rubriques, les envois de fonds des travailleurs et les autres opérations. Les envois de fonds des travailleurs reprennent les montants transférés à l'étranger par des travailleurs résidents et vice-versa. De tels transferts sont généralement effectués par des résidents d'origine étrangère vers leur pays d'origine ou vers la France par des personnes non résidentes d'origine ou de nationalité française. Les autres opérations comprennent des opérations de nature très diverse, parmi lesquelles les dons et versements humanitaires en faveur de personnes physiques et morales, les subventions et donations, les indemnités pour rupture de contrat, cautions et dédommagements, les prix littéraires, artistiques ou scientifiques, etc.

Le compte de capital regroupe les transferts en capital — remises de dettes, pertes sur créances, aides à l'investissement des fonds structurels, transferts des migrants — et les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits (brevets, marques, droits d'auteur…).

Le compte financier est partagé en rubriques en fonction de la nature et de la finalité des opérations, investissements directs, investissements de portefeuille, produits financiers dérivés, autres investissements et avoirs de réserve. À l'exception des investissements directs, des produits financiers dérivés et des avoirs de réserve, les rubriques sont subdivisées en créances et engagements, puis ventilées selon le type d'opération ou d'instrument et enfin selon le secteur résident concerné.

Conformément à la définition de référence détaillée de l'OCDE et en accord avec les recommandations

internationales (FMI, Eurostat, BCE), les investissements directs couvrent les opérations effectuées par des investisseurs afin d'acquérir, d'accroître ou de liquider un intérêt durable dans une entreprise et de détenir (ou de liquider) une influence dans sa gestion. La notion d'investissement direct est donc plus large que celle de contrôle.

L'investissement direct met en relation des entreprises apparentées, c'est-à-dire :

• une entreprise « investisseur direct » (maison-mère) et une ou plusieurs entreprises investies, qu'il s'agisse de succursales, de filiales ou d'autres entreprises affiliées ;

• des entreprises « investies » (sociétés sœurs) entre elles.

Par convention, on considère qu'une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'une personne physique ou morale (l'investisseur) détient au moins 10 % des droits de vote, ou à défaut 10 % du capital social, d'une entreprise « investie ».

Les investissements directs comprennent non seulement la transaction initiale, qui établit la relation entre l'investisseur et l'entreprise investie, mais aussi toutes les transactions ultérieures entre eux et entre les entreprises apparentées (opérations de prêt, flux de trésorerie et, plus généralement, l'ensemble des opérations financières à l'exception des crédits commerciaux et des opérations interbancaires entre établissements de crédit affiliés). Les investissements immobiliers sont également considérés comme des investissements directs.

Les investissements directs sont enregistrés selon le principe directionnel. Ainsi, les investissements directs français à l'étranger comprennent les créances (autres que celles figurant dans les investissements étrangers en France) et les engagements des maisons-mères résidentes vis-à-vis de leurs filiales étrangères. Symétriquement, les investissements directs étrangers en France incluent les engagements (autres que ceux enregistrés dans les investissements français à l'étranger) et les créances des filiales résidentes auprès de leur maison-mère étrangère.

Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France sont décomposés par nature d'opérations entre :

• les investissements immobiliers et les opérations en capital social, qui comprennent les créations, acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre, les consolidations de prêts, prêts subordonnés et prêts participatifs du secteur bancaire ;

• les bénéfices réinvestis, qui correspondent à la part des résultats nets des entreprises investies revenant à la maison-mère au cours d'un exercice comptable diminuée des dividendes versés à la maison-mère au cours du même exercice ;

• les autres opérations, qui recouvrent les opérations de prêt, avances, dépôts, à court et long termes, entre sociétés affiliées, à l'exception des crédits commerciaux et des crédits et dépôts entre les banques résidentes et leurs correspondants étrangers, classés en « autres investissements ».

Les investissements de portefeuille comprennent toutes les opérations sur titres négociables entre résidents et non-résidents, achats à l'émission, négociations et remboursements, à l'exception des opérations comprises au sein des investissements directs, des avoirs de réserve et des produits financiers dérivés et des opérations de cession temporaire. Les prêts secs de titres, qui ne donnent lieu à aucun mouvement monétaire, ne sont pas enregistrés dans la balance des paiements.

Les flux sont partagés en avoirs (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des non-résidents) et engagements (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des résidents). Chacune de ces deux lignes est ensuite scindée en fonction de la nature des titres échangés : actions et titres d'OPCVM, obligations et titres assimilés, c'est-à-dire tous les titres d'emprunt à plus d'un an d'échéance initiale, instruments du marché monétaire, dont l'échéance est inférieure à un an. Les flux par catégorie d'instruments sont ensuite partagés en fonction du secteur résident détenteur (pour les avoirs) ou émetteur (pour les engagements).

Depuis le 1er février 2000, conformément aux recommandations du FMI et avec l'accord de tous les organismes internationaux intéressés, il a été créé une nouvelle rubrique au sein du compte financier, intitulée

Produits financiers dérivés, qui comprend les primes sur options, les appels de marge et les intérêts sur *swaps*.

Les autres investissements sont une rubrique résiduelle qui englobe toutes les opérations sur actifs et passifs financiers vis-à-vis des non-résidents qui ne figurent pas sous une autre rubrique du compte financier. Elle se répartit entre créances et engagements des résidents vis-à-vis de l'étranger (y compris les prises et mises en pension livrée), puis par nature d'opérations (crédits commerciaux, prêts, dépôts et emprunts, autres avoirs et engagements), enfin par secteur résident à l'origine des créances et des engagements. On distingue en particulier les flux des IFM qui sont cohérents avec les informations destinées à l'élaboration des statistiques monétaires.

Les avoirs de réserve sont les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires pour leur permettre de financer les déséquilibres de paiements ou d'intervenir pour en réduire l'ampleur. Depuis la création de la zone euro, seuls les mouvements affectant la partie des réserves de change non transférées à la BCE et qui restent gérées par la Banque de France figurent dans la balance des paiements de la France. Par ailleurs, compte tenu de l'adoption d'une méthodologie commune aux pays membres de l'Union monétaire, seules les créances sur des non-résidents hors zone euro sont prises en compte, ce qui exclut, de fait, de cette rubrique les placements en devises effectués auprès de banques non résidentes situées dans la zone euro.

Les avoirs de réserve sont constitués des créances brutes en or monétaire et en devises, y compris sous forme de titres émis par des non-résidents, des avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) et de la position nette de réserve à l'égard du FMI.

I|3 La position extérieure

La position extérieure de la France a pour objectif de recenser, à la date d'arrêté, l'ensemble des créances et des engagements des résidents vis-à-vis des non-résidents. Elle est élaborée à l'aide d'enquêtes périodiques de stocks revalorisés et actualisée, si nécessaire, par des cumuls de flux pour les points les plus récents.

Conformément aux recommandations du *Cinquième manuel de balance des paiements* du Fonds monétaire international, les créances et engagements extérieurs de la France sont présentés suivant les mêmes rubriques que la balance des paiements.

Les encours d'investissements directs sont recensés chaque année. Ils peuvent être valorisés en valeur de marché ou en valeur comptable, selon le mode de valorisation des capitaux propres. La valeur comptable des encours est celle indiquée par les entreprises dans leur comptabilité. Elle figure, pour les investissements directs français à l'étranger, dans les tableaux relatifs aux filiales et participations annexés aux comptes annuels, et pour les investissements directs étrangers en France, dans les bilans des affiliés résidents des investisseurs directs non résidents. Pour l'élaboration des chiffres définitifs (publiés en principe dix-huit mois après la date d'arrêté), le montant d'un investissement est calculé en multipliant la quote-part détenue par l'investisseur direct dans la société investie par la valeur des capitaux propres de la société. On ajoute ensuite l'encours des prêts consentis par l'investisseur à l'affilié. Les chiffres estimés sont établis tant pour les investissements directs français à l'étranger que pour les investissements étrangers en France, à partir des dernières données comptables disponibles, revalorisées et actualisées par les flux de balance de paiements relatifs aux investissements directs (apports en capital et autres opérations entre sociétés affiliées).

Le recensement est limité aux encours détenus directement par les investisseurs directs, les participations indirectes (de second rang, de troisième rang, etc.) n'étant pas prises en compte. Ainsi, si la filiale étrangère d'un investisseur résident détient elle-même un investissement direct dans une autre société, ce second investissement n'est pas pris en considération. De même, si la filiale française d'un investisseur étranger détient une autre filiale en France, ce deuxième investissement n'entre pas dans l'encours recensé.

Les encours d'investissements directs en valeur de marché, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, font l'objet d'une estimation, déterminée en commun avec les comptables financiers nationaux, appliquée aux seuls capitaux propres. S'agissant des prêts et placements, la valeur comptable est présumée identique à la valeur de marché. La valeur de marché est uniquement calculée sur le total de l'encours.

Aucune ventilation par entreprise, par pays ou par secteur économique n'est donc disponible.

La position-titres (encours des titres français détenus par les non-résidents et des titres étrangers détenus par les résidents) est établie chaque année à la suite d'un recensement titre par titre dont les résultats sont disponibles neuf mois après la fin de l'année de référence. Entre deux recensements annuels, des estimations sont effectuées à l'aide du dernier stock disponible, revalorisé et actualisé à l'aide de cumuls de flux.

S'agissant des investissements de portefeuille des résidents en titres étrangers (avoirs), les titres recensés sont tous les titres étrangers en euros ou en devises, (actions, titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, obligations, titres du marché monétaire) émis par des non-résidents et détenus par les résidents, à l'exception des titres de participation détenus dans le cadre d'investissements directs, des titres qui ne peuvent être cédés qu'avec l'accord de l'émetteur et des bons de caisse émis par les banques non résidentes, des titres étrangers détenus par des résidents n'appartenant pas au secteur des institutions financières monétaires (IFM) et conservés directement à l'étranger par ceux-ci.

Les investissements de portefeuille des non-résidents en titres français (engagements) comprennent tous les titres en euros ou en devises émis par des résidents et détenus par des non-résidents. Le portefeuille des non-résidents en titres français est ventilé entre les actions, les titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, les obligations et assimilées (dont les OAT et les BTAN), les instruments du marché monétaire (dont les bons du Trésor à taux fixe). Ne sont inclus dans le recensement ni les actions détenues au titre des investissements directs, ni les titres français (actions, obligations ou instruments du marché monétaire) détenus hors de France par les non-résidents, à l'exception des obligations émises sur le marché international. Pour cette catégorie d'instrument, l'encours détenu par les non-résidents est inclus dans les engagements des résidents, quel que soit le lieu de conservation (France ou étranger) du titre.

Les portefeuilles sont évalués en valeur de marché, à la date d'arrêté du recensement (cours de bourse pour les titres cotés ou cours retenus par les banques pour l'évaluation annuelle du portefeuille de leur clientèle pour les titres non cotés).

Les encours de produits dérivés comprennent des données sur les options — instruments conditionnels achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs, les *swaps*, FRAs, *forwards* du secteur bancaire. Ils sont valorisés en valeur de marché.

Les autres investissements comprennent les crédits commerciaux et les avances à la commande, la position dépôts-crédits des entreprises, des OPCVM non monétaires et des entreprises d'investissement, les créances des ménages vis-à-vis de l'étranger, la position dépôts-crédits des IFM résidentes, les investissements des autorités monétaires et des administrations publiques non recensés ailleurs. Les encours sont évalués en valeur nominale.

Les avoirs de réserve sont valorisés à chaque fin de mois sur la base des cours déterminés comme suit :

• l'or est valorisé au cours du dernier jour du mois ;

• les droits de tirage spéciaux et la position vis-à-vis du Fonds monétaire international sont évalués au dernier cours du DTS calculé par le FMI à la date d'arrêté ;

• les devises sont comptabilisées au cours constaté à la date d'arrêté.

2| Monnaie, placements et financements

Zones géographiques

Zone euro : Allemagne + Autriche + Belgique + Espagne + Finlande + France + Grèce + Irlande + Italie + Luxembourg + Pays-Bas + Portugal + Slovénie

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :
France = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion) + Saint-Pierre-et-Miquelon + Mayotte

Secteurs économiques

Institutions financières monétaires (IFM) : elles comprennent les établissements de crédit résidant dans la zone euro, tels que définis par la législation communautaire, et toutes les institutions financières

résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

Administrations publiques (APU) = État + administrations d'États fédérés + administrations de Sécurité sociale + collectivités locales

Secteur privé = sociétés non financières + ménages + sociétés d'assurance et fonds de pension + institutions à but non lucratif au service des ménages + autres intermédiaires financiers (OPCVM monétaires, entreprises d'investissement, fonds communs de créances, etc.)

Agents non financiers (ANF) = administrations publiques + secteur privé – autres intermédiaires financiers

Cette catégorie englobe exclusivement les agents dont les décisions en matière de placement ou d'endettement ne résultent pas d'un comportement d'intermédiaire financier.

Instruments financiers

Les dépôts à terme comprennent les dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou qui ne peuvent être convertis en espèces avant ce terme que moyennant sanction.

Les dépôts avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple, en France, des livrets A et bleus, des Codevi, des comptes d'épargne logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les pensions représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés.

Les titres autres que des actions ou titres de créance sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend, notamment, les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Les instruments du marché monétaire correspondent à des titres émis à court terme par des IFM (durée initiale inférieure ou égale à un an) et négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt et les bons des institutions et sociétés financières (BISF).

Sont qualifiés de monétaires tous les actifs financiers entrant dans la composition de l'agrégat *M3* suivi par la Banque centrale européenne.

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

M2 = *M1* + dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans

M3 = *M2* + pensions + titres d'OPCVM monétaires + titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans

Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro, qui ne sont ni des IFM ni des institutions relevant de l'administration centrale, sont incluses dans *M3*.

Les crédits incluent les crédits à l'habitat, à la consommation, à l'investissement, de trésorerie, les autres crédits, les créances douteuses brutes, le crédit-bail, les avoirs en titres non négociables et les dettes subordonnées constituées sous la forme de dépôts ou de prêts.

Par souci de prendre en compte d'éventuels mouvements de substitution entre actifs en euros et actifs en devises, le suivi des instruments financiers s'appuie sur un critère « toutes devises ».

L'endettement intérieur total (EIT) mesure l'ensemble des financements des agents non financiers résidant en France, obtenu par voie d'endettement, soit auprès des institutions financières, soit sur les marchés de capitaux (monétaire ou obligataire), tant en France qu'à l'étranger.

3| Autres statistiques

Systèmes de paiement

BI-REL = Banca d'Italia Gross Settlement System
CCBM = Correspondent Central banking model
Chaps Euro = real-time gross settlement (RTGS) systems
EAF = Euro Access Frankfurt
ELS = Euro Link System
Euro 1 (ABE) = Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro
PNS = Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au Système net protégé (SNP)
POPS = Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä
RTGS = Real-time gross settlement system
SEPI = Servicio Español de Pagos Interbancarios
SLBE = Servicio de Liquidacion del Banco de España
STEP1 = Système de paiement des ordres au détail
Target = Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à réglement brut en euros des pays de l'UE et du mécanisme de paiement de la BCE qui sont interconnectés
TBF = Transfert Banque de France

Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

Les sept domaines du site de la Banque de France :

Organisation et activités

Politique monétaire et marchés

Systèmes de paiement et de titres

Supervision et réglementation bancaire

Publications et recherche

Statistiques et enquêtes	
Europe et international	Bonnes pratiques Chiffres clés de la zone euro SDDS (*Special Data Dissemination Standard*) Les taux Statistiques monétaires et bancaires Balance des paiements et activité financière internationale Monnaie fiduciaire, moyens et systèmes de paiement Comptes financiers et endettement Enquêtes de conjoncture Statistiques d'entreprises Réglementation Séries chronologiques Statistiques de l'Eurosystème Liens avec les rubriques statistiques des sites des banques centrales du SEBC

Séries chronologiques

Statistiques monétaires

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/statmon/html/statmon.htm

• Statistiques monétaires mensuelles (zone euro/France)

• Statistiques monétaires trimestrielles (créances et engagements des IFM françaises, dépôts et crédits par agents, réseaux et produits des établissements de crédit français, ventilation de l'actif net des OPCVM non monétaires français, enquête auprès des banques sur la distribution du crédit-France)

Enquêtes de conjoncture

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/enqconj/html/enqconj.htm

• Enquête mensuelle de commerce de détail

• Enquête mensuelle dans l'industrie

• Enquête mensuelle sur les services marchands

• Enquête trimestrielle sur l'investissement, les trésoreries et les marges

Balance des paiements

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/bdp/html/bdp.htm

• Données mensuelles (France/Extérieur)

• Données annuelles (France/Extérieur : 1946-2006)

• Données annuelles bilatérales (jusqu'en 2006)

Position extérieure

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/posext/html/posext.htm

• Position extérieure globale (période 1995-2006)

• Stocks d'investissements directs bilatéraux (ventilation géographique et sectorielle depuis 1992)

• Créances et engagements des banques résidentes (ventilation géographique à fin décembre 2006)

Taux d'intermédiation financière

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/tif_trim/html/tif_trim_fr_tif.htm

Activité financière internationale

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/actfin/html/actfin.htm

• Change à terme des banques résidentes

• Options de change des banques résidentes

• Créances internationales consolidées des banques françaises, arrêtés trimestriels depuis juin 2003 – Nouvelle méthodologie – et arrêtés trimestriels jusqu'à mars 2003 – Ancienne méthodologie

Comptes nationaux financiers annuels (base 2000)

(Méthodologie, consultation des séries)

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnatfinann/html/cptsnatfinann.htm

Comptes nationaux financiers trimestriels (base 2000)

(Méthodologie, consultation des séries)

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnatfintrim/html/cptsnatfintrim.htm

Endettement intérieur total (Ensemble des séries)

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/eit_mens/html/eit_mens_fr_tot.htm

Situation hebdomadaire de la Banque de France

(1898-1974)

http://indbdf/fr/stat_conjoncture/series/annhis/html/idx_annhis_fr.htm

Coordonnées des diffuseurs de données économiques

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/coordon/coordon.htm

Divers

Abréviations

Organismes et institutions

BEA *Bureau of Economic Analysis*
BCE Banque centrale européenne
BCN Banque centrale nationale
BIT Bureau international du travail
BLS *Bureau of Labour Statistics*
BRI Banque des règlements internationaux
CDC-CNE Caisse des dépôts et consignations – Caisse nationale d'épargne
Dares Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (ministère du Travail)
Euronext Bourse paneuropéenne, née en 2000
FMI Fonds monétaire international
Eurostat Office statistique de l'Union européenne
IFM Institutions financières monétaires
INSEE Institut national de la statistique et des études économiques
FOMC *Federal Open Market Committee*

Indices

CAC 40 Indice français. Synthèse des cours pondérés des 40 principales actions françaises
DAX Indice allemand très corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs négociées sur la place de Francfort
DOW JONES Indice américain
Eonia *Euro over night index average*
EUROSTOXX 50 Indice boursier de la zone euro
FTSE (FOOTSIE) Indice de la City
Itraxx Indice de référence pour les contrats indiciels sur défaut
IPCH Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN Indice des prix à la consommation national
ISM Indice américain de l'activité industrielle
MIDCAC Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas
NASDAQ Indice des valeurs technologiques américaines
NIKKEI Indice japonais
NM Indice composite du nouveau marché de la Bourse de Paris, qui tient compte de toutes les actions cotées sur le nouveau marché
SBF 120 Indice français, composé de 120 titres négociés sur la place de Paris
SBF 250 Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris
SP 500 Indice américain composé de 500 actions négociées surtout sur le NYSE (*New York Stock Exchange*)

Pays

AT Autriche
AU Australie
BE Belgique
CA Canada
CY Chypre
CZ République tchèque
DE Allemagne
EE Estonie
ES Espagne
FI Finlande
FR France
GB Royaume-Uni
GR Grèce
HU Hongrie
IE Irlande
IT Italie
JP Japon
LT Lituanie
LU Luxembourg
LV Lettonie
MT Malte
NL Pays-Bas
PL Pologne
PT Portugal
SE Suède
SI Slovénie
SK Slovaquie
US États-Unis
ZE Zone euro

Autres sigles

ANF Agents non financiers
APU Administrations publiques
BMTN Bon à moyen terme négociable
BTAN Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
BTF Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
CAF-FAB Coût, assurance, frêt - franco-à-bord
CDO Obligation sur dette collatéralisée
CDN Certificat de dépôt négociable

CDS *Credit default swaps*
CEL Compte épargne-logement
Cjo Données corrigées des jours ouvrés
CODEVI Compte pour le développement industriel
Cvs Données corrigées des variations saisonnières
EC Établissement de crédit
EI Entreprise d'investissement
EIT Endettement intérieur total
EMTN *Euro medium term notes*
FBCF Formation brute de capital fixe
FOMC *Federal Open Market Committee*
IDE Investissements directs à l'étranger
ISBLM Institution sans but lucratif au service des ménages
Isma Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité
LCR Lettre de change relevé
NES 16 Nomenclature économique sectorielle établie par l'INSEE
OAT Obligation assimilable du Trésor
OPCVM Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPR Opération principale de refinancement
OTC *Over-the-counter*
PEL Plan d'épargne logement
PEP Plan d'épargne populaire
PFIT Période de fixation initiale des taux
PIB Produit intérieur brut
PMI Petites et moyennes industries
SNF Sociétés non financières
SQS Sociétés et quasi-sociétés
TIP Titre interbancaire de paiement
TMT Télécoms, médias, technologies
TUC Taux d'utilisation des capacités de production
UE 15 Union européenne à quinze pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède)
UE 25 Union européenne à vingt-cinq pays (UE 15 + Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque, Slovaquie, Slovénie)
UE 27 Union européenne à vingt-sept pays (UE 25 + Bulgarie, Roumanie)
UEM Union économique et monétaire
WTI *West Texas Intermediate*

Documents publiés

L'ensemble des publications est accessible sur internet (http://www.banque-france.fr/fr/publications/publications.htm).

Rapport annuel de la Banque de France

http://www.banque-france.fr/fr/publications/rapport/rapport.htm

Études parues dans le Bulletin de la Banque de France depuis le 1er janvier 2005

http://www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/listetud.htm

Année 2005

« Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers ? », n° 133, janvier
« Le premier bilan de la médiation bancaire », n° 133, janvier
« Les opérations de pension livrée tripartites », n° 133, janvier
« Modernisation du régime juridique français de la titrisation », n° 133, janvier
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 133, janvier

« Mesures de la rentabilité des entreprises », n° 134, février
« La rentabilité des entreprises : une approche à partir des comptes nationaux », n° 134, février
« La rentabilité des entreprises : une approche à partir des données individuelles agrégées de la base BACH », n° 134, février
« La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2003 », n° 134, février
« Enquête financière – Quatrième trimestre 2004 », n° 134, février
« Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au troisième trimestre 2004 », n° 134, février
« Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2004 », n° 134, février

« Des effets de la réglementation des produits d'épargne sur le comportement de placement des ménages », n° 135, mars
« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2004 », n° 135, mars
« Structure et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2004 », n° 135, mars

« Politique monétaire unique et canal des taux d'intérêt en France et dans la zone euro », n° 136, avril
« L'orientation de la politique monétaire à l'aune du taux d'intérêt « naturel » : une application à la zone euro », n° 136, avril
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 136, avril
« Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2004 », n° 136, avril

« Les comptes financiers de la Nation en 2004 : forte poussée de l'endettement immobilier des ménages », n° 137, mai
« Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », n° 137, mai
« Impact économique des défaillances d'entreprise », n° 137, mai
« Enquête financière – Premier trimestre 2005 », n° 137, mai

« La position extérieure de la France à fin 2004 », n° 138, juin
« La balance des paiements de la France en 2004 », n° 138, juin
« Taux longs américains et interventions des banques centrales étrangères », n° 138, juin
« Transferts communautaires : quel rôle dans le processus de rattrapage des nouveaux États membres ? », n° 138, juin
« Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2004 », n° 138, juin
« Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2005 », n° 138, juin

« Un siècle de productivité globale des facteurs en France », n° 139, juillet
« Accélération de la productivité et stabilité monétaire : l'exemple des États-Unis durant la décennie quatre-vingt-dix », n° 139, juillet
« Productivité et politique monétaire : synthèse du quatrième forum de politique économique », n° 139, juillet
« La situation du système bancaire et financier français en 2004 », n° 139, juillet
« Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2004 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 139, juillet
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 139, juillet

« Pays pauvres très endettés, mécanismes et éléments d'évaluation », n° 140, août
« L'évolution actuelle du crédit à l'habitat en France est-elle soutenable ? », n° 140, août
« Faiblesses des marchés financiers chinois : des réformes indispensables pour la diversification du financement de l'économie », n° 140, août
« Enquête financière – Deuxième trimestre 2005 », n° 140, août

« Quelles hypothèses pour expliquer un changement du régime de l'inflation en France ? », n° 141, septembre
« La dynamique de l'inflation en France », n° 141, septembre
« Caractéristiques des ajustements de prix en France et dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des données individuelles de prix à la consommation », n° 141, septembre
« La formation des prix dans les industries françaises et dans la zone euro : résultats d'enquêtes spécifiques », n° 141, septembre

« La fonction de demande de monnaie pour la zone euro : un réexamen », n° 142, octobre
« Interaction entre dimensions économique et institutionnelle de l'intégration régionale : l'expérience européenne », n° 142, octobre
« Les résultats des grandes banques internationales en 2004 et au premier semestre 2005 », n° 142, octobre
« Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2004 », n° 142, octobre
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 142, octobre
« La situation des entreprises industrielles – Bilan 2004 », n° 142, octobre

« L'équilibre épargne-investissement en Chine et ses enjeux pour l'économie mondiale », n° 143, novembre
« Quel cadre de politique économique pour la zone euro ? », n° 143, novembre
« Placements financiers des ménages français : comparaisons européennes (1995-2004) », n° 143, novembre
« Les valeurs mobilières détenues par les Français en mars 2005 », n° 143, novembre

« L'endettement des ménages – Comparaisons européennes », n° 144, décembre
« L'endettement des ménages européens à fin 2004 », n° 144, décembre
« L'endettement immobilier des ménages : comparaisons entre les pays de la zone euro », n° 144, décembre
« *Target* 2 : du concept à la réalité », n° 144, décembre
« Analyse des cycles réels, du crédit et de taux d'intérêt : Pologne, Hongrie, République tchèque et zone euro », n° 144, décembre
« Les scores de la Banque de France : leur développement, leurs applications, leur maintenance », n° 144, décembre

Année 2006

« Allocution introductive au colloque Productivité, compétitivité et globalisation », n° 145, janvier
« Remarques conclusives au colloque Productivité, compétitivité et globalisation », n° 145, janvier
« Analyse des taux de soumission aux appels d'offres de l'Eurosystème », n° 145, janvier
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 145, janvier
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2004 », n° 145, janvier

« Les mauvaises performances du commerce extérieur de la France sont-elles liées à un problème de demande ? », n° 146, février
« Parts de marché et spécialisation commerciale de l'Allemagne, de la France et de l'Italie », n° 146, février
« Évolution du taux d'intermédiation financière en France (1994-2004) », n° 146, février

« La marche vers l'Europe des moyens de paiement scripturaux : le projet SEPA », n° 147, mars
« Le rôle international de l'euro depuis 1999 : facteurs et enjeux », n° 147, mars
« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2005 », n° 147, mars

« La soutenabilité des prix de l'immobilier aux États-Unis et en Europe », n° 148, avril
« La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés », n° 148, avril
« La contagion du risque *via* les impayés sur effets de commerce », n° 148, avril
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 148, avril

« La crédibilité de la politique monétaire dans une perspective néo-keynésienne », n° 149, mai
« Les comptes financiers de la Nation en 2005 : nouvel essor de l'endettement des ménages, reprise de celui des entreprises », n° 149, mai
« La détention du capital des sociétés françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2005 », n° 149, mai
« Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2004 », n° 149, mai

« Les évolutions de la productivité « structurelle » du travail dans les principaux pays industrialisés », n° 150, juin
« Les grands traits de la Balance des paiements et de la position extérieure de la France en 2005 », n° 150, juin
« Les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages en 2005 », n° 150, juin

« La stratégie de Lisbonne », n° 151, juillet
« Les évolutions comparées des prix à la consommation dans les DOM et en métropole », n° 151, juillet
« Réformes structurelles sur le marché du travail : que nous enseignent les études microéconomiques ? », n° 151, juillet
« Ratios de sacrifice et rigidités sur le marché du travail », n° 151, juillet
« Le système bancaire et financier français en 2005 », n° 151, juillet
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 151, juillet

« Vers une intensification des tensions inflationnistes globales ? », n° 152, août
« Une banque centrale nationale au sein d'un système fédéral », n° 152, août
« Modélisation et analyse des mécanismes du Club de Paris de rachat de créances par prépaiement », n° 152, août
« Réforme de la centralisation des risques : un nouvel éclairage sur les concours accordés aux petites entreprises », n° 152, août
« Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2005 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 152, août

« La Banque de France et la gestion des billets », n° 153, septembre
« Scénarios d'ajustement du solde courant américain : une évaluation avec différentes calibrations de NiGEM », n°153, septembre
« Les conséquences du changement de régime fiscal et social des PEL sur l'épargne-logement », n° 153, septembre
« Le nouveau régime de l'appel public à l'épargne », n° 153, septembre
« Les marchés financiers comme indicateurs avancés des retournements conjoncturels : le cas américain », n° 153, septembre
« Les ajustements de prix de production en France et dans la zone euro –
Une synthèse à partir de données quantitatives et qualitatives », n° 153, septembre

Désendettement et maîtrise des dépenses publiques
• « Les stratégies de désendettement du secteur public : enjeux économiques et enseignements des expériences étrangères », n° 154, octobre
• « La maîtrise de la croissance des dépenses : un facteur clé pour des finances publiques saines », n° 154, octobre
• « La croissance tendancielle des dépenses de santé : un problème sensible pour les finances publiques des pays développés », n° 154, octobre
« La situation des entreprises industrielles », n° 154, octobre
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 154, octobre

« Croissance potentielle : d'où viennent les écarts entre quelques grandes économies développées ? », n° 155, novembre
« Libéralisation de la rémunération des dépôts à vue en France : premier bilan », n° 155, novembre
« Les résultats des grandes banques internationales en 2005 et au premier semestre 2006 », n° 155, novembre

« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2005 », n° 156, décembre
« La surveillance des moyens de paiement et des systèmes d'échange », n° 156, décembre
« La mise en œuvre de la *Liste unique* des garanties », n° 156, décembre
« Les statistiques financières permettent-elles d'appréhender les évolutions liées à la mondialisation ? », n° 156, décembre
« L'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis », n° 156, décembre

Année 2007

« Les incidences de la réforme de l'usure sur les modalités de financement des PME », n° 157, janvier
« Estimations du ratio de sacrifice dans la zone euro », n° 157, janvier
« Les risques de ré-endettement des pays en développement après les annulations de dettes », n° 157, janvier
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 157, janvier

« Perspectives en matière de croissance de la productivité et du PIB potentiel », n° 158, février
« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2006 », n° 158, février

« Groupes de sociétés et analyse du tissu productif : enjeux et premiers constats », n° 159, mars
« Répartition géographique finale des investissements directs : une approche par les groupes de sociétés », n° 159, mars

« Mesures et perception de l'inflation en France et dans la zone euro », n° 160, avril
« Les enjeux de l'euroïsation dans les régions voisines de la zone euro », n° 160, avril
« Caractéristiques économiques et financières des entreprises en forte croissance », n° 160, avril
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 160, avril

« Les comptes financiers de la Nation en 2006 : Nouvelle poussée de l'endettement du secteur privé, désendettement de l'État », n° 161, mai
« L'accumulation de réserves de change est-elle un indicateur d'enrichissement d'une nation ? », n° 161, mai
« Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2005 », n° 161, mai
« Les modèles DSGE - Leur intérêt pour les banques centrales », n° 161, mai
« La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2006 », n° 161, mai

« L'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA) : une révision », n° 162, juin
« La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2006 », n° 162, juin
« Les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages en 2006 », n° 162, juin

« L'impact des normes IFRS sur les données comptables des groupes français cotés », n° 163, juillet
« La situation d'ensemble du système bancaire français – Introduction au Rapport 2006 de la Commission bancaire », n° 163, juillet
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 163, juillet

« Évolutions récentes de la productivité : accélération structurelle dans la zone euro et ralentissement structurel aux États-Unis ? », n° 164, août
« Décomposition de la productivité et dynamiques sectorielles», n° 164, août
« L'impact macroéconomique des réformes structurelles », n° 164, août
« La directive sur les services de paiement », n° 164, août
« Données individuelles et implications macroéconomiques », n° 164, août

Travaux de recherche de l'Observatoire des entreprises

http://www.banque-france.fr/fr/publications/observatoire/observatoire.htm

« Premiers résultats des PMI en 2006 : meilleure rentabilité mais reprise limitée de l'investissement »
« Caractéristiques démographiques économiques et financières des entreprises à forte croissance »
« Les incidents de paiement pour impossibilité de payer sur effets de commerce des entreprises de l'industrie »
« Les critères de taille des entreprises et l'appartenance à un groupe »
« La corrélation de migration : méthode d'estimation et application aux historiques de notation des entreprises françaises »
« Modélisation des corrélations de risques de crédit *via* une approche par variable latente : application au cas français et impact sur le capital réglementaire »
« Les incidents de paiement sur effet de commerce »
« Le rôle des durées d'utilisation des facteurs dans l'estimation d'une fonction de production »
« Risque de crédit et variabilité des taux de défaut : une analyse empirique par simulations »
« La structure par termes des taux de défauts et ratings – Octobre 2003 »
« Durée d'utilisation des facteurs et fonction de production : une estimation par la méthode des moments généralisés en système »
« Comparaison des différents critères de tailles d'entreprises »
« Détection précoce des défaillances d'entreprises dans le secteur de la construction »
« Multibancarité »
« La durée d'utilisation des équipements : principaux résultats 1989-2000 »
« Développements récents de la méthode des scores Banque de France »
« Détection précoce du risque de défaillance dans le secteur hôtels-restaurants »
« Mode de financement des entreprises allemandes et françaises »
« Les entreprises industrielles françaises et espagnoles »
« La durée d'utilisation des équipements »

Études parues dans la *Revue de la stabilité financière*

http://www.banque-france.fr/fr/publications/rsf/rsf_b.htm

« Le marché des CDO : Modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière », n° 6, juin 2005
« Soutenabilité de la dette publique et crise des pays émergents : présentation des concepts et des instruments de diagnostic », n° 6, juin 2005
« Le risque de taux d'intérêt dans le système bancaire français », n° 6, juin 2005
« La gestion du risque de taux par les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension », n° 6, juin 2005
« Analyse par simulations de l'impact d'une défaillance technique d'un participant à un système de paiement », n° 6, juin 2005

« Surveillance prudentielle et évolution des normes comptables : un enjeu de stabilité financière », n° 7, novembre 2005
« Capital réglementaire et capital économique », n° 7, novembre 2005
« Portée et limites des VaR publiées par les grandes institutions financières », n° 7, novembre 2005
« L'impact des chocs boursiers sur le crédit en France depuis le milieu des années quatre-vingt-dix », n° 7, novembre 2005
« (Re)structuration des dettes souveraines. Où en est-on ? », n° 7, novembre 2005

« Mieux appréhender les risques du portefeuille de négociation », n° 8, mai 2006
« La liquidité de marché et sa prise en compte dans la gestion des risques », n° 8, mai 2006
« Productivité et prix des actifs boursiers », n° 8, mai 2006
« Les capitaux propres des entreprises et la stabilité financière : l'apport d'une approche par les capitaux propres nets en risque – ou *net worth at risk* », n° 8, mai 2006
« Les progrès de l'intégration monétaire et financière en Asie », n° 8, mai 2006
« Les implications de la globalisation pour la stabilité financière », n° 8, mai 2006

« Les matières premières : une classe d'actifs à part entière ? », n° 9, décembre 2006
« Les pays émergents forment-ils toujours une classe d'actifs homogène ? », n° 9, décembre 2006
« Flux de capitaux et dynamisme du crédit dans les pays émergents », n° 9, décembre 2006
« Les indicateurs d'aversion pour le risque peuvent-ils anticiper les crises financières ? », n° 9, décembre 2006
« Liquidité bancaire et stabilité financière », n° 9, décembre 2006
« Microstructure des marchés monétaires et financiers : enseignements tirés de la conférence organisée à Paris les 6 et 7 juin 2006 », n° 9, décembre 2006
« Le dispositif de Bâle II : rôle et mise en œuvre du pilier 2 », n° 9, décembre 2006

« *Hedge funds*, transfert du risque de crédit et stabilité financière », numéro spécial, avril 2007
« Évolution et régulation des *hedge funds* », numéro spécial, avril 2007
« Quelle forme de régulation pour les *hedge funds* ? », numéro spécial, avril 2007
« *Hedge funds* et stabilité financière », numéro spécial, avril 2007
« *Hedge funds* et risque systémique », numéro spécial, avril 2007
« Stratégies de réplication des *hedge funds* : conséquences pour les investisseurs et les régulateurs », numéro spécial, avril 2007
« *Hedge funds* et *prime broker dealers* : éléments de proposition en matière de "bonnes pratiques" », numéro spécial, avril 2007
« Exigences de transparence et *hedge funds* », numéro spécial, avril 2007
« Risques et rendement des activités bancaires liées aux *hedge funds* », numéro spécial, avril 2007
« La supervision indirecte des *hedge funds* », numéro spécial, avril 2007
« Quelles sont les principales questions liées aux *hedge funds* ? », numéro spécial, avril 2007
« La surveillance des *hedge funds* : un point de vue de stabilité financière », numéro spécial, avril 2007
« Le monde des *hedge funds* : préjugés et réalité – La contribution de l'AMF au débat sur les stratégies de gestion alternative », numéro spécial, avril 2007
« Conditions financières, gestion alternative et risques politiques : tenter de comprendre notre époque », numéro spécial, avril 2007
« Les *hedge funds* sur les marchés émergents », numéro spécial, avril 2007
« Les fonds de *hedge funds* : origine, rôle et perspectives », numéro spécial, avril 2007
« *Hedge funds* : un point de vue de banque centrale », numéro spécial, avril 2007

Les *Notes d'études et de recherche*

http://www.banque-france.fr/fr/publications/ner/ner.htm

« Interactions entre cycles réels, cycles boursiers et taux d'intérêt : faits stylisés », n° 121, 2005 (en anglais)
« Changement structurel et persistance de l'inflation : une étude sectorielle sur l'IPC français », n° 122, 2005 (en anglais)

« Chocs technologiques et politique monétaire dans un modèle à prix visqueux estimé de l'économie américaine », n° 123, 2005 (en anglais)
« Chocs technologiques et emploi : avons-nous réellement besoin d'un modèle où les heures baissent ? », n° 124, 2005 (en anglais)
« Le modèle de Kydland-Prescott peut-il passer le test de Cogley-Nason ? », n° 125, 2005 (en anglais)
« Chocs technologiques et politique monétaire dans un modèle à prix visqueux estimé sur données zone euro », n° 126, 2005 (en anglais)
« Réputation de la banque centrale dans un modèle prospectif », n° 127, 2005 (en anglais)
« Les marchés financiers anticipent-ils les retournements conjoncturels ? », n° 128, 2005
« La modélisation macroéconométrique dynamique », n° 129, 2005
« Coût d'opportunité de l'enfant, contraintes financières et fécondité », n° 130, 2005 (en anglais)
« Excès de liquidité monétaire et prix des actifs », n° 131, 2005
« L'impact des chocs boursiers sur le crédit en France depuis le milieu des années quatre-vingt-dix », n° 132, 2005
« Une comparaison des niveaux de productivité structurels des grands pays industrialisés », n° 133, 2005 (en anglais)
« La Fed et la question de la stabilité financière : une analyse empirique », n° 134, 2005 (en anglais)
« La formation des prix par les firmes au sein de la zone euro : résultats d'enquêtes », n° 135, 2005 (en anglais)
« Les ajustements de prix dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des relevés de prix à la consommation », n° 136, 2005 (en anglais)
« L'hétérogénéité du degré de rigidité des prix : les enseignements d'une analyse microéconométrique », n° 137, 2005 (en anglais)
« La rigidité des prix dans la zone euro : une synthèse de résultats empiriques récents sur données individuelles », n° 138, 2005 (en anglais)
« Illiquidité, développement financier et la relation en croissance et volatilité », n° 139, 2006 (en anglais)
« La relation inflation/production est-elle asymétrique dans la zone euro ? », n° 140, 2006 (en anglais)
« Politique monétaire optimale dans un modèle DSGE estimé de la zone euro avec hétérogénéité internationale », n° 141, 2006 (en anglais)
« La fonction de demande de monnaie pour la zone euro : un réexamen », n° 142, 2006
« Les anomalies de la structure par terme des taux d'intérêt : prime de terme ou effet 'Peso' », n° 143, 2006
« Cycles réel et du crédit : convergence ou divergence ? Une comparaison Pologne, Hongrie, République tchèque et zone euro », n° 144, 2006 (en anglais)
« L'évaluation des co-mouvements entre la France, l'Allemagne et l'Italie à partir d'un modèle non stationnaire à facteurs sur la zone euro », n° 145, 2006 (en anglais)
« Estimation de la production potentielle par la méthode de la fonction de production pour la France, l'Allemagne et l'Italie », n° 146, 2006 (en anglais)
« La désaisonnalisation des séries d'agrégats monétaires et de crédit à la Banque de France : aspects théoriques et mise en œuvre », n° 147, 2006
« Dans quelle mesure un modèle structurel avec prix et salaires visqueux est-il capable de répliquer les données américaines d'après-guerre ? », n° 148, 2006 (en anglais)
« (Dés)Intégration financière », n° 149, 2006 (en anglais)
« Inertie de la politique monétaire ou chocs persistants ? », n° 150, 2006 (en anglais)
« Valeur décroissante et offre d'équilibre dans le cadre des opérations de refinancement des banques centrales », n° 151, 2006 (en anglais)
« Réformes structurelles sur le marché du travail : quels enseignements peut-on tirer des études existantes », n° 152, 2006
« Une relecture de l'arbitrage proximité-concentration : distance et investissements directs à l'étranger dans les pays de l'OCDE », n° 153, 2006 (en anglais)
« Le partage des risques dans une économie en transition : le cas de la Roumanie rurale », n° 154, 2006 (en anglais)
« Primes de risque de change et risque macroéconomique », n° 155, 2006 (en anglais)
« Les évolutions de la productivité "structurelle" du travail dans les principaux pays industrialisés », n° 156, 2006 (en anglais)

« La fiabilité des prévisions macroéconomiques s'appuyant sur des mesures empiriques d'écart de taux réels : une évaluation pour la zone euro », n° 157, 2006 (en anglais)
« Convergence de la demande de crédit des ménages au sein des pays de la zone euro : résultats tirés de données de panel », n° 158, 2006 (en anglais)
« Consolidation de l'industrie des sociétés de bourse et transmission de chocs », n° 159, 2006 (en anglais)
« Les ajustements des prix à la production : une étude à partir des relevés microéconomiques de prix à la production français », n° 160, 2006 (en anglais)
« Règles de taux d'intérêt " sans bulles " », n° 161, 2006 (en anglais)
« Estimation des modèles DSGE dans un environnement riche en données », n° 162, 2007 (en anglais)
« Une évaluation structurelle du ratio de sacrifice dans la zone euro », n° 163, 2007
« Les ajustements de prix dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des relevés de prix à la production », n° 164, 2007 (en anglais)
« Y a-t-il une rupture structurelle dans la vitesse de circulation d'équilibre de la monnaie dans la zone euro ? », n° 165, 2007 (en anglais)
« Les méthodes micro-économétriques d'évaluation », n° 166, 2007
« Dynamique et volatilité des taux du marché monétaire européen : comment ont-ils répondu aux changements récents du cadre opérationnel ? », n° 167, 2007 (en anglais)
« Comprendre les prix d'actifs : principaux déterminants et implications pour la politique monétaire », n° 168, 2007 (en anglais)
« L'impact des contraintes financières sur l'innovation : Que peut-on apprendre d'une mesure directe ? », n° 169, 2007 (en anglais)
« Les déterminants des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis et en zone euro : une approche multivariée », n° 170, 2007 (en anglais)
« L'Indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA) : une révision », n° 171, 2007
« L'évolution des crédits à l'habitat en France : une grille d'analyse en termes de cycles », n° 172, 2007
« La mesure de la transmission des variations de taux de change », n° 173, 2007 (en anglais)
« Vieillissement mondial et conséquences macroéconomiques de l'incertitude démographique dans un modèle multi-régions », n° 174, 2007 (en anglais)
« Incertitude et utilisation d'un taux d'intérêt naturel variable pour la conduite de la politique monétaire », n° 175, 2007 (en anglais)
« Probabilité d'échanges informés : une application empirique au taux de marché au jour le jour de l'euro », n° 176, 2007 (en anglais)
« Coefficients aléatoires dans le cadre de la Méthode Généralisée des Moments: Application à la politique monétaire de la FED », n° 177, 2007 (en anglais)
« Liquidité des marchés financiers et prêteur en dernier ressort », n° 178, 2007 (en anglais)
« Liquidation forcée de portefeuille », n° 179, 2007 (en anglais)

Débats économiques

http://www.banque-france.fr/fr/publications/debats/debats.htm

« Déséquilibres de balance courante, "appétit pour l'épargne" et "grève de l'investissement" », n° 1, 2006 (en anglais)
« Quelques questions de stabilité financière liées aux configurations actuelles et aux dynamiques futures des primes de risque », n° 2, 2006 (en anglais)
« Les déterminants de l'évolution récente des crédits en France et en Allemagne », n° 3, 2006

Documents et débats

http://www.banque-france.fr/fr/publications/doc_debat/doc_debat.htm

« L'euro est-il inflationniste ? », n° 1, 2007

Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 105 (septembre 2007)

Parallèlement à sa version imprimée, la présente publication est accessible sur internet (http://www.banque-france.fr/fr/publications/bo/bo.htm). *Les textes mentionnés sont, par ailleurs, consultables à la direction de la Communication de la Banque de France (service des Relations avec le public, 48 rue Croix-des-Petits-Champs, 75001 Paris [1]) et dans toutes les succursales de la Banque de France.*

Textes officiels de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de la Commission bancaire

Banque de France

Liste des opérateurs signataires d'une *Convention relative au traitement automatique des monnaies métalliques en euros susceptibles d'être versées à la Banque de France ou à l'Institut d'émission des départements d'outre-mer*

Liste des opérateurs signataires d'une *Convention relative aux opérations de traitement des billets en euros par des prestataires d'établissements de crédit et assimilés en vue de leur délivrance au moyen d'automates en libre service*

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Textes Modifications apportées à la liste des établissements de crédit
– en juin 2007

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement
– en juin 2007
– additif pour mai 2007

Modifications apportées à la liste des établissements exerçant en France
– à fin juin 2007

Textes divers concernant la monnaie, l'épargne, le crédit et le change

Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor
Adjudication d'obligations assimilables du Trésor indexées
Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté
Adjudication de bons du Trésor à intérêts annuels

[1] Heures d'ouverture : 9 h 30-16 h 00 – Tél. : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40
Les demandes d'abonnement à la publication, fournie gracieusement, sont également à transmettre à cette unité.

Coupon – abonnement

❑ **Mes coordonnées ont changé, merci de bien vouloir les rectifier ou les compléter :**

Numéro d'abonnement : _____

Prénom : _____ **Nom :** _____

Société : _____ **Fonction :** _____

Adresse : _____

Code postal : _____ **Ville :** _____

Pays : _____

❑ **Je ne souhaite plus recevoir le *Bulletin de la Banque de France* :**

Numéro d'abonnement : _____

Prénom : _____ **Nom :** _____

❑ **Je souhaite m'abonner au *Bulletin de la Banque de France* :**

Prénom : _____ **Nom :** _____

❑ **Particulier**

Adresse : _____

_____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

❑ **Professionnel**

Fonction : _____

Société : _____

Activité : _____

Adresse : _____

_____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

Coupon à renvoyer par fax (01 42 92 29 77),
courriel (abonnement.publication@banque-france.fr)
ou courrier postal à :

BANQUE DE FRANCE
Service des Publications économiques et du Site internet
Code courrier 43-1396
75049 PARIS CEDEX 01
France

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

Le Bulletin de la Banque de France est disponible à la fois sous format électronique sur le site web de la Banque de France et sous format papier.

La version imprimée peut donc être obtenue gratuitement sur simple demande au service des Relations avec le public (adresse ci-contre).

La Banque de France produit un nombre d'exemplaires limité. Elle se réserve le droit de suspendre le service de cette diffusion gratuite et de restreindre le nombre de copies attribuées par personne.

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

Directeur de la publication
Marc-Olivier Strauss-Kahn

Comité éditorial
Michel Cardona, Robert Ophèle
Unités de la Banque de France représentées :
DEPE, DESM, DE, DAMEP, SGCB, SEMASFI

Coordinateur du numéro spécial PME
François Mouriaux

Études
L'accès des PME aux financements bancaires (DESM)
Dix années de dynamique financière des PME en France (DE)
La situation économique des PME depuis 1997 en Allemagne (Deutsche Bundesbank)
Mieux connaître les petites et moyennes entreprises (OSEO)
Contribution des PME à la croissance – Revue de la littérature (DAMEP)
Déterminants du niveau d'innovation dans les PME (DAMEP)
Les PME et l'accès aux marchés de capitaux en France : un état des lieux (AMF)
Le financement des PME et la réforme de Bâle II (SGCB)

Notes thématiques
Private equity (SEMASFI)
Financement des PME et normes comptables (DE)

Réviseur
Hervé du Boisbaudry

Secrétaire de rédaction
Christine Collomb-Jost

Maquettistes et opérateurs PAO
Nicolas Besson, Angélique Brunelle, Florence Derboule, Virginie Fajon, Christian Heurtaux, Isabelle Pasquier

Demandes d'abonnement
Banque de France
07-1050 Service des Relations avec le public
75049 Paris Cedex 01
Tél. : 01 42 92 39 08
Fax : 01 42 92 39 40

Impression
SIMA IVRY 25 1168

Internet
www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/bulletin.htm

Rédacteur en chef : Dominique ROUGÈS
Chef du service des Publications économiques
et du Site internet de la Banque de France
Tél. : 01 42 92 29 27

Directeur de la publication : Marc-Olivier STRAUSS-KAHN
Directeur général des Études
et des Relations internationales
de la Banque de France

Impression SG - DISG
SIMA IVRY 25-1168
Dépôt légal : Octobre 2007