



Sphère réelle, sphère financière

Pascale Dixneuf, Jean-Yves Naouri

► To cite this version:

Pascale Dixneuf, Jean-Yves Naouri. Sphère réelle, sphère financière. Sciences de l'ingénieur [physics]. 1987. [⟨hal-01909854⟩](#)

HAL Id: hal-01909854

<https://minesparis-psl.hal.science/hal-01909854v1>

Submitted on 31 Oct 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



HAL Authorization

MINISTÈRE DE L'INDUSTRIE, DES P. & T. ET DU TOURISME

ÉCOLE NATIONALE DES MINES DE PARIS



[211]

SPHÈRE RÉELLE - SPHÈRE FINANCIÈRE

LES NOUVELLES RÈGLES DU JEU
DE L'INVESTISSEMENT

Consultation
sur place



[211]

SPHERE REELLE - SPHERE FINANCIERE

**LES NOUVELLES REGLES DU JEU
DE L'INVESTISSEMENT**

**Consultation
sur place**

REMERCIEMENTS

Au terme de cette étude, nous tenons à remercier toutes les personnes qui nous ont aidés, et plus particulièrement:

M. ALBY, Vice-Président du Conseil Général des Mines, pour ses conseils et ses encouragements,

Mlle DEMANGEL et M. VITERBO de la Direction Générale de l'Industrie, qui nous ont guidés dans nos recherches,

M. FIXARI de l'Ecole des Mines de Paris, qui a bien voulu piloter ce mémoire,

Tous les dirigeants et responsables qui ont bien voulu nous recevoir et sans qui ce rapport ne serait pas ce qu'il est,

Enfin, Mme LE GRALL-GOBERT et Mlle VIDAL de l'Ecole des Mines de Paris, pour leur gentillesse à notre égard.

LISTE DES PERSONNES RENCONTREES

GAZ DE FRANCE	M. ALBY M. DELBOS	Président Directeur de la Trésorerie
SAINT GOBAIN	M. BEFFA	Président Directeur Général
GENERALE DES EAUX	M. OURY	Conseiller du Président
LYONNAISE DES EAUX	M. CABARET	Directeur Général
ELF-AQUITAINE	M. RUTMAN M. WEYMULLER	Vice-Président Directeur Financier
ATOCHM	M. PUECHAL M. PERIER	Président du Directoire Directeur de la Stratégie
SANOFI	M. DEHECQ	Directeur Général
RHONE-POULENC	M. HALBRON	Directeur Général
ALUMINIUM-PECHINEY	M. KERVERN	Président
JEUMONT-SCHNEIDER	M. FOLZ	Président-Directeur Général
L'AIR LIQUIDE	M. BOURGAREL	Directeur Financier
LAFARGE-COPPEE	M. BLATZ	Directeur du Financement
SNECMA	M. DODANTHUN M. CHOMIENNE	Directeur Financier Dpt Affaires Economiques
IBM FRANCE	M. GERVAIS	Directeur Général Adjoint- -Directeur Financier
THOMSON	M. AUBIN	Directeur Financier
SOMMER-ALLIBERT	M. CHAUBEAU	Directeur Financier

LA TELEMECANIQUE ELECTRIQUE	M. SAULNIER	Directeur
FINANCIERE AGACHE	M. LEON	Directeur Général
BSN	M. GAUTIER	Vice-Président
MOET-HENNESSY	M. GUERIN	Conseiller du Président
L'OREAL	M. ARCHAMBAULT	Directeur de la Communication Financière
	M. BOUNINE	Conseiller du Président
UNILEVER FRANCE	M. RUATTI	Directeur de la Stratégie
CERUS	M. MINC	Directeur Général
I.D.I.	M. MANDIL	Président-Directeur Général
CAISSE NATIONALE DES TELECOMMUNICATIONS	M. AZOULAY	Directeur Financier
SALOMON	Mme BERETTE M. HUSSON	Secrétaire Général Directeur Financier
CHANTIERS BENETEAU	M. LEPAGE	Directeur Financier
ELM LEBLANC ZODIAC	M. COUET M. GERONDEAU M. JEGOU	Directeur Financier Président du Directoire Directeur Financier
WATERMAN	M. JANSSENS	Directeur Financier
CRISTALLERIES DE BACCARAT	M. ROSE	Directeur Général
PAPETERIES DE CLAIREFONTAINE	M. NUSSE M. PETIT-DEMANGE	Président-Directeur Général Directeur Financier
ARJOMARI	M. BAZIN M. JOMIER	Directeur Financier Directeur de la Trésorerie

MINISTERE DE L'INDUSTRIE

Mlle DEMANGEL,
M. VITERBO,

Direction Générale de l'Industrie, Service du Financement des
entreprises

M. DOLLE,

Service d'Etudes des Stratégies et des Statistiques Industrielles

MINISTERE DES FINANCES

MM. AUTHEMAN
DESFOSSÉS
SALMON

Direction du Trésor, Bureau D1, Procédure et Financement d'entreprises

M. ROUILLEAULT

Direction de la Prévision, Bureau de l'Actualité Economique

MM. METAIS,
SZYMCAK

Direction de la Prévision, Bureau des Opérations Financières

INSEE

MM. MAZODIER,
VILLA

Service de la Conjoncture

IPECODE

M. MAAREK

Directeur des Etudes.

BANQUE DE FRANCE

Mme BROCARD

M. CETTE

Direction Générale des Etudes, Centrale des Bilans.

CREDIT NATIONAL

M. FRIED

Chef du Département des Etudes et du Conseil aux Entreprises.

BANQUE NATIONALE DE PARIS

M. COSSE

Directeur du Service des Grandes Entreprises.

M. LEVY-GARBOUA

Directeur de l'Organisation

CREDIT LYONNAIS

M. DESJARDINS

Directeur des Etudes Economiques et Financières,

M. RENOIR

Secrétaire Général

M. BALAIRE

Responsable de secteur, Direction des Grandes Entreprises.

BANQUE DE PARIS ET DES PAYS-BAS

M. COUFFIN

Directeur Adjoint aux Affaires Industrielles.

RESUME

Les entreprises délaissent-elles les investissements productifs pour se consacrer à des activités plus financières?

Telle est la question à laquelle nous a conduits l'examen de certaines évolutions sensibles au niveau macroéconomique:

- la situation financière des entreprises s'est considérablement améliorée depuis 1983,
- en revanche, leurs performances commerciales se dégradent de façon inquiétante, notamment à l'étranger,
- parallèlement à cette perte de compétitivité, les entreprises françaises accumulent un retard important, vis-à-vis de leurs concurrents étrangers, en matière d'investissement,
- dans le même temps, on assiste à une explosion des marchés financiers. Transactions boursières et encours détenus progressent dans des proportions considérables.

Nous avons souhaité approfondir ces questions au niveau des entreprises elles-mêmes. La compréhension des phénomènes que nous venons de présenter suppose en effet d'étudier un certain nombre de processus de décision au sein des entreprises, sur lesquels les analyses macroéconomiques apportent relativement peu d'éléments.

Une enquête d'entreprises nous a permis de mettre en évidence une très nette modification des règles du jeu de l'investissement. Cette étude est centrée sur l'Industrie, mais ses conclusions s'appliquent à tous les secteurs d'activité, qu'il s'agisse de l'Industrie, du Commerce ou des Services.

Les entreprises éprouvent actuellement une réticence très nette à se lancer dans d'importants programmes d'investissements productifs.

Ayant abandonné toute politique de conglomérat, elles limitent tout d'abord leurs projets d'investissements à certains secteurs, qui correspondent à leur **"vocation"**, et qu'elles considèrent comme stratégiques pour leurs développements.

Les investissements productifs ne constituent plus en eux-mêmes un objectif pour les entreprises, qui attachent désormais une grande importance au maintien de leur équilibre financier et à l'accroissement de leurs résultats.

Les critères très stricts qui sont à l'heure actuelle fixés sur les investissements en matière de rentabilité et de temps de retour, conduisent les entreprises à éliminer de nombreux projets d'investissement.

Celles-ci consacrent par ailleurs des moyens, plus ou moins importants suivant les secteurs, au complément indispensable des investissements productifs que constituent les investissements immatériels (recherche et développement, marketing-publicité, formation professionnelle, informatisation).

L'enveloppe globale des investissements réalisés ne couvre pas l'ensemble des disponibilités des entreprises qui s'orientent de plus en plus vers des opérations financières. Désendettement, acquisition de valeurs mobilières de placement et croissance externe permettent aux entreprises d'utiliser leurs disponibilités de façon très rentable, sans avoir à subir le risque que présentent les investissements productifs.

Il existe indiscutablement un arbitrage entre investissements industriels et investissements financiers, qui s'établit actuellement dans un sens défavorable aux premiers.

L'évolution de l'environnement financier des entreprises a joué un rôle considérable dans le choix de ces nouvelles orientations. Nous ne voulons pas minimiser l'importance des facteurs commerciaux. Mais dans le contexte actuel de morosité des perspectives de marché, les facteurs financiers (niveau élevé des taux d'intérêt réels, incertitude quant à l'évolution des paramètres financiers, déréglementation des marchés financiers) ont une influence déterminante sur la réduction du volume des investissements. Ils accroissent en effet très sensiblement les exigences des entreprises en matière de rentabilité et de temps de retour des investissements, tout en rendant très attrayants les placements financiers.

L'arbitrage entre investissements industriels et investissements financiers ne repose pas sur une simple comparaison de leurs rentabilités respectives. La prise en compte du risque, qu'il est souvent difficile de bien évaluer, ainsi que la volonté de dégager des fonds suffisants pour financer leur développement conduisent les entreprises à exiger d'un investissement productif une rentabilité beaucoup plus élevée que d'un investissement financier -à l'exception peut-être des opérations de croissance externe.

Ainsi, après avoir réalisé les projets d'investissements productifs dont la rentabilité est jugée suffisante, les entreprises utilisent de plus en plus les placements financiers comme solution d'attente.

Cette situation présente de nombreux dangers, en raison notamment d'un important retard par rapport aux entreprises étrangères en matière d'investissements matériels et immatériels et de l'affaiblissement de la compétitivité des entreprises françaises.

Afin de renverser cette tendance, de nombreux industriels semblent favorables à des mesures visant à augmenter la rentabilité relative des investissements productifs par rapport à celle des placements financiers ou à faciliter le développement des investissements immatériels.

SPHERE REELLE ET SPHERE FINANCIERE

LES NOUVELLES REGLES DU JEU DE L'INVESTISSEMENT

SOMMAIRE

Remerciements	1
Liste des personnes rencontrées.	3
Résumé	7
Sommaire	11
Introduction	15

PARTIE A - LES INDUSTRIELS PREFERENT- ILS LA FINANCE A L'INDUSTRIE ?

I - Un choix confirmé par une étude macroéconomique	21
I-1. L'investissement stagne en France, alors que la situation financière des entreprises s'est nettement améliorée.	23
I-2. Les entreprises privilégient les placements financiers.	33
II - Des facteurs explicatifs : Les bouleversements financiers ?	37
II-1. L'évolution conjoncturelle de l'environnement financier des entreprises.	
II-2. L'évolution structurelle de l'environnement financier des entreprises.	45
III - D'une approche macroéconomique ... à une analyse microéconomique.	47
III-1. Pourquoi s'orienter vers une analyse microéconomique?	47
III-2. Le choix des entreprises.	49
III-3. L'analyse de la situation d'une entreprise.	51

PARTIE B - L'ENQUETE D'ENTREPRISES MONTRE UNE EXPLOSION DES PLACEMENTS FINANCIERS.

I - Les principales tendances de l'évolution du comportement des entreprises.	55
L'analyse proposée par les industriels.	65
II - Réticence vis-à-vis des investissements internes.	67
II-1. Des lignes stratégiques plus cohérentes.	69
II-2. Des exigences financières accrues.	75
II-3. Des critères de choix plus sévères.	79
II-4. Une nouvelle façon d'investir: les investissements immatériels ou l'indispensable préparation des investissements matériels.	87
III - Développement des placements financiers.	91
III-1. Croissance Externe: les motivations des industriels.	93
III-2. La mobilisation des moyens nécessaires au développement de l'entreprise.	105
III-3. Les avantages des placements financiers.	113

PARTIE C - LES NOUVELLES REGLES DU JEU DE L'INVESTISSEMENT.

I - Notre analyse: une évolution très nette ... mais des raisons complexes et interdépendantes.	121
I-1. Le facteur <i>risque</i> .	123
I-2. Le facteur <i>rentabilité</i> .	125
I-3. Les nouvelles règles du jeu de l'investissement.	
II - Est-il nécessaire et possible de renverser cette tendance? Quelques suggestions...	131
II-1. Une situation présentant de sérieux dangers.	131
II-2. Quelques suggestions pour améliorer la compétitivité des entreprises.	133

ANNEXES

Annexe I : Analyse macroéconomique.

I ère Partie. Bilan de l'évolution de la situation des entreprises.

I - Depuis 1983, la situation financière des entreprises se redresse.	143
I-1. Les marges et la rentabilité des entreprises s'améliorent.	145
I-2. La structure financière des entreprises s'assainit.	151
I-3. En conséquence, le taux d'épargne des entreprises progresse sensiblement.	165
II - La stagnation des investissements.	167
II-1. Depuis quinze ans, la réduction de l'effort d'investissement affecte tous les secteurs de l'économie.	167
II-2. Bien que la baisse de l'investissement soit un phénomène mondial, la France prend du retard vis-à-vis de ses concurrents.	185
II-3. Malgré une nette progression, l'effort d'investissement immatériel reste insuffisant au regard de la compétition internationale.	191
II-4. Traditionnel point fort des échanges de marchandises, le solde des échanges de produits manufacturés devient déficitaire.	199
III - L'explosion des marchés financiers.	215
III-1. L'envolée des marchés de capitaux.	215
III-2. Le développement des activités financières des entreprises.	221

II ème Partie. Des facteurs explicatifs: Les bouleversements financiers ?

I - L'évolution conjoncturelle de l'environnement financier des entreprises.	229
I-1. Le rôle des éléments non financiers.	229
I-2. Incertitude quant à l'évolution des paramètres financiers.	235
I-3. Le niveau élevé des taux d'intérêt réels.	243
II - L'évolution structurelle de l'environnement financier des entreprises: la réforme du financement de l'économie.	245
II-1. La réforme des marchés financiers.	247
II-2. La réforme des techniques de régulation monétaire.	251
 Annexe II - Tableaux complémentaires.	 255
Annexe III - Extraits des comptes des entreprises de l'échantillon.	257
Annexe IV - Liste des graphiques. Liste des tableaux.	263
Annexe V - Bibliographie.	269

INTRODUCTION

Les années 1984-1987 ont mis en évidence des éléments qui semblent tout à fait contradictoires quant aux résultats obtenus par les entreprises en France.

Celles-ci annoncent, lors de leurs Assemblées Générales, des profits en très forte progression.

En revanche, leurs positions commerciales se détériorent très sensiblement. La persistance d'un déficit commercial inquiétant, malgré une très importante réduction de la facture énergétique, s'explique en effet par une forte dégradation du solde industriel.

Cet affaiblissement de leur compétitivité coïncide avec l'accumulation, par les entreprises françaises, d'un retard préoccupant en matière d'investissements vis-à-vis de leurs concurrents étrangers. La reprise de la demande mondiale, constatée depuis 1983, semble ainsi profiter dans une plus large mesure aux entreprises étrangères.

Le redressement de la situation financière des entreprises françaises se traduit apparemment plutôt par un développement des opérations financières que par une reprise des investissements industriels. Ainsi de nombreuses entreprises mettent en place des activités bancaires: la BATIF pour le groupe Thomson, L'Oréal Finances, SOFAX et SOFA-Banque pour Elf-Aquitaine, Arjil pour le groupe Matra, et bien d'autres encore constituent des organismes financiers à part entière, dont la vocation n'est pas uniquement de gérer les finances de leur maison-mère et de ses filiales.

Nous souhaitons toutefois souligner que ce rapide développement de la sphère financière, très sensible en France depuis deux ans, ne constitue pas un phénomène spécifique à notre pays. Il a touché la Grande-Bretagne dès le début des années 80, et les Etats-Unis quelques temps plus tard, entraînant la disparition de secteurs industriels entiers. Jusqu'à présent le Japon et la RFA, où règne une culture d'entreprise différente, semblent au contraire moins concernés.

Ces constatations suggèrent qu'il existe, entre investissements productifs et investissements financiers, un arbitrage qui s'établit dans un sens défavorable aux premiers.

Dans un environnement où se transforment les relations entre sphère financière et sphère réelle, comment évoluent les règles du jeu de l'investissement?

Afin de mieux préciser les différents aspects du problème posé, nous avons commencé notre étude par une analyse macroéconomique.

Les informations que nous ont transmises des économistes du Ministère de l'Industrie, du Ministère des Finances, de l'INSEE, du Crédit National, de la Banque de France et de nombreux autres organismes économiques nous ont permis de dresser un constat macroéconomique très significatif. Celui-ci confirme entièrement l'existence d'un net décalage entre l'évolution des investissements et le redressement de la situation financière des entreprises.

Nous voudrions dès maintenant souligner un point qui nous paraît essentiel: bien que notre étude soit principalement centrée sur l'Industrie, tous les secteurs d'activité, aussi bien l'Industrie que le Commerce ou les Services, connaissent une évolution similaire.

Les bouleversements importants, qui sont apparus dans l'environnement financier des entreprises, sont-ils susceptibles de fournir des éléments d'explication?

Le niveau des taux d'intérêt réels est désormais très élevé. Les taux de change, d'inflation et d'intérêt, de même que les cours des matières premières et énergétiques, ont subi au cours des dernières années des variations de grande ampleur, rendant fort incertains les horizons des entreprises.

Nous ne voulons pas minimiser l'influence des facteurs commerciaux. La morosité de leurs perspectives de marché n'incite guère les entreprises à investir. Nous tenons compte dans notre étude de cet environnement peu favorable de la demande. Mais nous nous sommes plus particulièrement attachés à examiner le rôle des paramètres financiers dans les nouvelles orientations que prennent les entreprises.

Les données macroéconomiques ne nous fournissaient pas d'informations suffisamment précises sur les années les plus récentes, qui constituent le champ principal de notre étude. Elles ne nous permettaient pas non plus de suivre l'évolution des processus de décision dans les entreprises.

Nous avons donc préféré poursuivre notre étude au niveau microéconomique, afin de recueillir dans les entreprises les informations qui n'étaient pas disponibles globalement.

Comment s'est modifiée la façon dont les entreprises répartissent leurs disponibilités? Quelle importance attachent-elles au désendettement, à l'acquisition de valeurs mobilières de placement et à la croissance externe (trois types d'opérations que nous regroupons sous le terme de placements financiers)? Comment décident-elles des montants à affecter aux investissements physiques?

Tels sont les points que nous avons étudiés avec des industriels qui nous ont présenté, sur le sujet, une perception relativement différente de la vision macroéconomique.

La première partie de notre mémoire est consacrée à la présentation de notre étude macroéconomique. Nous y exposons également les facteurs dont nous avons étudié l'influence sur le comportement d'investissement des entreprises.

La deuxième partie décrit les résultats de notre enquête d'entreprises, ainsi que l'analyse que font les industriels rencontrés de leur comportement.

La dernière partie développe nos conclusions. Nous y présentons en particulier les mécanismes qui, à notre avis, conduisent les entreprises à modifier la façon dont elles utilisent leurs disponibilités. Nous y indiquons enfin, les réflexions que nous a suggérées notre étude quant aux mesures susceptibles d'améliorer la compétitivité des entreprises dont la dégradation constitue le principal danger de la situation actuelle.

Mais loin de nous la prétention d'avoir trouvé un remède miracle pour résoudre cette épineuse question.

AVERTISSEMENT

L'INSEE a procédé en 1986 à un changement de base pour la publication des comptes nationaux.

Les "Comptes de la Nation" étaient jusqu'en 1985 présentés dans la base 1971 (c'est à dire dans l'ancienne base) et aux prix de 1970 pour les comptes à prix constants. A partir de l'année 1986, l'année de référence des comptes devient 1980: en particulier, les comptes à prix constants sont établis aux prix de 1980.

Selon l'INSEE, "de nouvelles sources statistiques ou une meilleure utilisation des sources existantes, ainsi que des changements conceptuels ont motivé cette révision".

Afin d'établir des évaluations cohérentes sur la période étudiée dans ce mémoire (1973-1986), nous avons, dans la mesure du possible, mis en parallèle les valeurs en base 1971 pour les années antérieures à 1985, et les valeurs en base 1980 pour les années 1977 à 1986, seules disponibles pour le moment.

PARTIE A

LES INDUSTRIELS PREFERENT-ILS LA FINANCE A L'INDUSTRIE?

I. - UN CHOIX CONFIRME PAR UNE ETUDE MACROECONOMIQUE.

Pour dépasser le cadre des réflexions générales sur la situation des entreprises, nous avons choisi de commencer notre étude par une analyse macroéconomique. Cette étape était indispensable à nos yeux pour faire le point sur l'ensemble des informations disponibles concernant l'évolution de la situation financière des entreprises.

Nous avons effectué à partir d'enquêtes et de travaux réalisés par de nombreux organismes économiques comme l'INSEE, le Ministère de l'Industrie, le Ministère des Finances, la Banque de France, l'OCDE (cf bibliographie en annexe V) , un travail de synthèse dont le détail figure dans l'annexe I.

Les conclusions que nous pouvons tirer de cette étude macroéconomique confirment très largement les impressions et les faits à partir desquels nous nous sommes interrogés. Cette première partie présente l'appréciation que nous portons sur la situation des entreprises:

- Alors que la situation financière des entreprises, qui s'était fortement dégradée de 1973 à 1982, se redresse considérablement depuis cette date...
- ...on constate que l'investissement chute de façon à peu près constante sur la période. Les entreprises françaises accumulent depuis 1982 un retard important par rapport à leurs concurrents étrangers, tant en ce qui concerne l'investissement matériel que l'investissement immatériel.
- De plus, on assiste en fin de période à une dégradation importante du taux de couverture des échanges industriels avec l'étranger.
- Enfin, les entreprises semblent avoir acquis une meilleure perception des phénomènes financiers. Leurs activités dans ce domaine se développent très rapidement. Elles consacrent une part croissante de leurs importantes disponibilités aux placements financiers.

I-1. L'INVESTISSEMENT STAGNE EN FRANCE ALORS QUE LA SITUATION FINANCIERE DES ENTREPRISES S'EST NOTABLEMENT AMELIOREE.

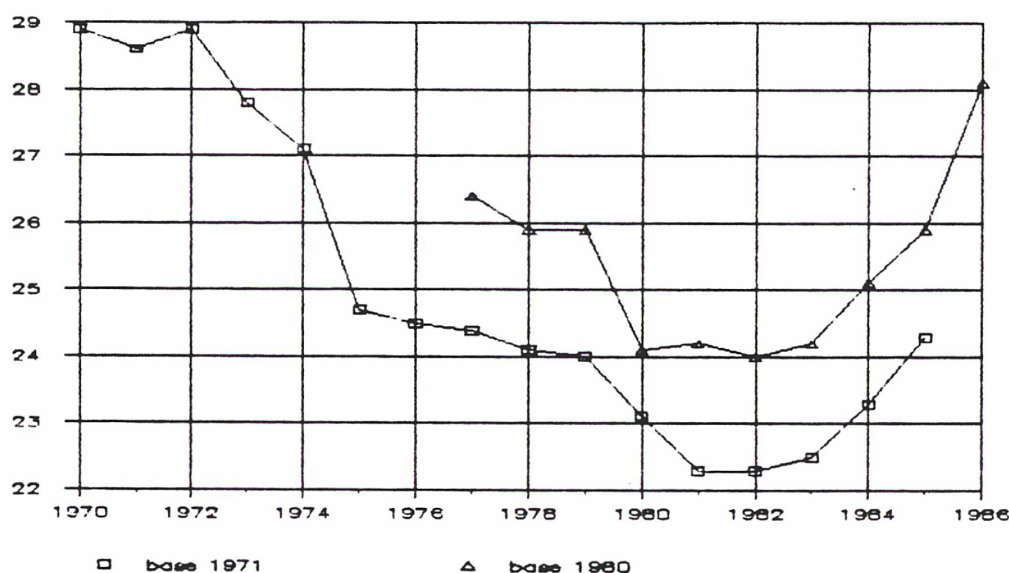
I-11. La situation financière des entreprises se redresse.

Le taux de marge (rapport de l'Excédent Brut d'Exploitation à la Valeur Ajoutée) et le taux d'épargne (rapport de l'Epargne Brute à la Valeur Ajoutée) ont atteint leur point bas en 1983. Le redressement observé depuis cette date s'amplifie en 1986, notamment pour le taux d'épargne. Leurs niveaux dépassent en 1986 les valeurs atteintes avant le second choc pétrolier, sans toutefois retrouver le niveau connu avant le premier choc pétrolier.

Graphique n° 1.

Taux de marge des sociétés non financières

(en %)



Source: INSEE, Comptes de la Nation.

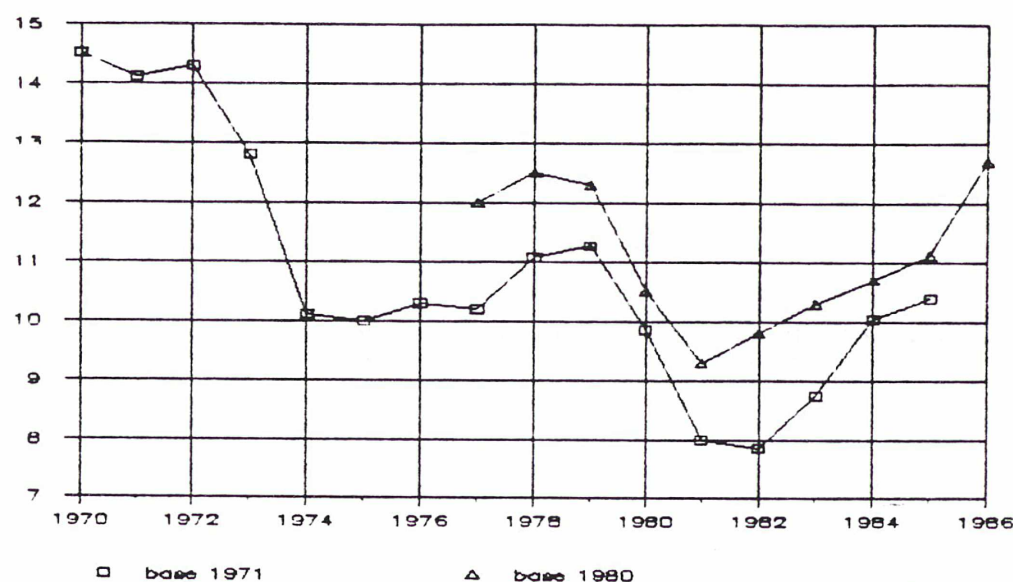
Le taux de marge varie en fonction du poids dans la valeur ajoutée des impôts liés à la production et des rémunérations des salariés (salaires bruts et cotisations sociales), qui forment le complément de l'Excédent Brut d'Exploitation dans la Valeur Ajoutée.

La comparaison entre les années 70 et 85 est très intéressante: en 1985, le poids des impôts (liés à la production) et des salaires bruts dans la Valeur Ajoutée est sensiblement équivalent à celui de 1970. La progression des cotisations sociales (+4%) explique la réduction du taux de marge.

Graphique n° 2.

Taux d'Epargne des sociétés non financières

(en %)



Source: INSEE, Comptes de la Nation.

Le poids des intérêts versés par les entreprises dans l'Excédent Brut d'Exploitation diminue sensiblement (34,3% en 1986) après les sommets atteints en 1981 et 1982 (plus de 40%), ce qui confirme l'amélioration de la solvabilité des entreprises.

Tableau n° 1.

Ratio de solvabilité des entreprises.

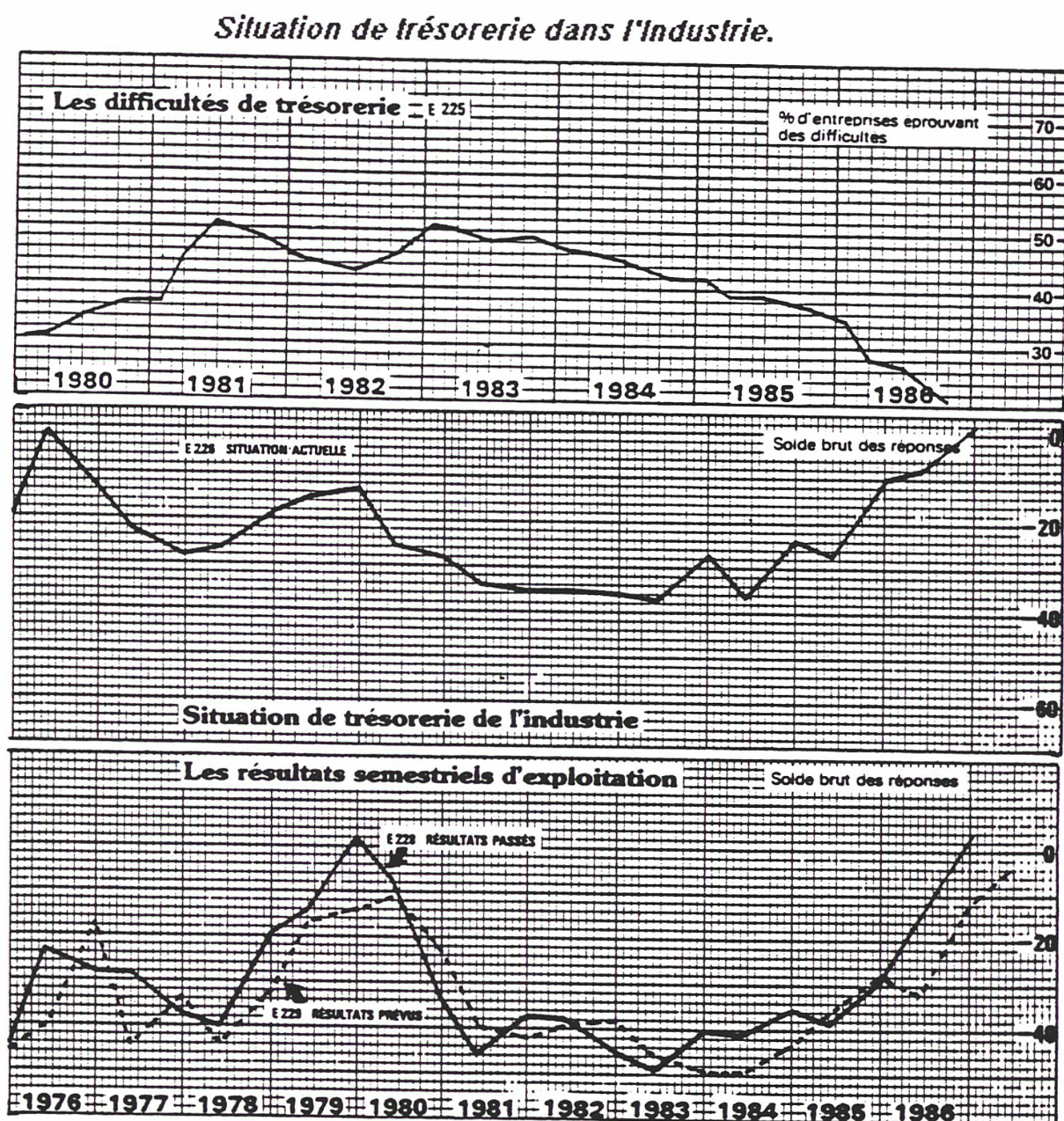
(en %)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
TAUX DE MARGE.....	26,4	25,9	25,9	24,1	24,2	24,0	24,2	25,1	25,9	28,1
TAUX D'EPARGNE.....	12,0	12,5	12,3	10,5	9,3	9,8	10,3	10,7	11,1	12,7
Intérêts versés/Excédent Brut d'Exploitation.....	30,7	30,1	30,3	35,9	40,9	40,4	38,6	38,1	36,3	34,3

Source: INSEE, Comptes de la Nation.

Les difficultés de trésorerie s'estompent quels que soient la taille et le secteur des entreprises. Les enquêtes de l'INSEE confirment cette amélioration de la situation de trésorerie dans l'Industrie, qui atteint en 1986 son meilleur niveau depuis 1976 (cf graphique n° 3).

Graphique n° 3.



Source: INSEE, Informations rapides, Janvier 1987.

I-12. L'effort d'investissement des entreprises stagne.

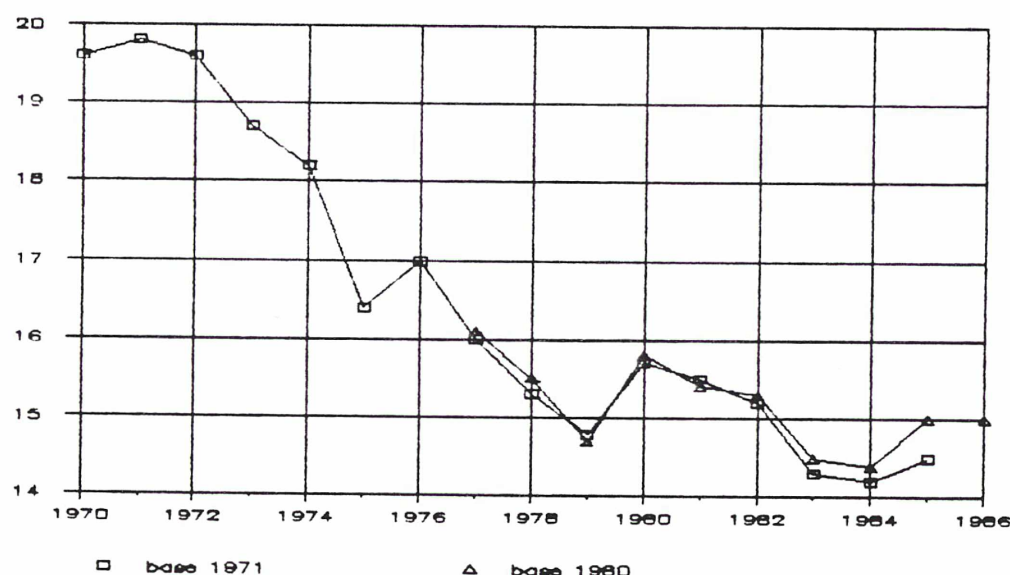
* Le taux d'investissement diminue régulièrement depuis 1970.

Alors que jusqu'en 1983, la réduction de l'effort d'investissement s'expliquait couramment par les contraintes financières qui pesaient sur les entreprises, la remontée du taux de marge et du taux d'épargne depuis 1983 n'a guère incité les entreprises à accroître leur effort d'investissement. En effet, la légère reprise de l'investissement amorcée en 1984-85 dans l'Industrie s'essouffle dès 1986.

Graphique n° 4.

Taux d'Investissement des sociétés non financières

(en %)



Source: INSEE, Comptes de la Nation.

En comptabilité nationale, l'investissement se mesure par la Formation Brute de Capital Fixe (FBCF). On peut prendre comme indicateurs de l'effort d'investissement le rapport de la FBCF au PIB ou le taux d'investissement des sociétés privées (rapport de la FBCF à la Valeur Ajoutée).

En outre, ce sont plutôt des questions de productivité (renouvellement, modernisation) qui motivent les investissements industriels, que des questions de capacité (accroissement, fabrications nouvelles).

Tableau n° 2.

Destination prévue des investissements dans l'Industrie.

(en %)

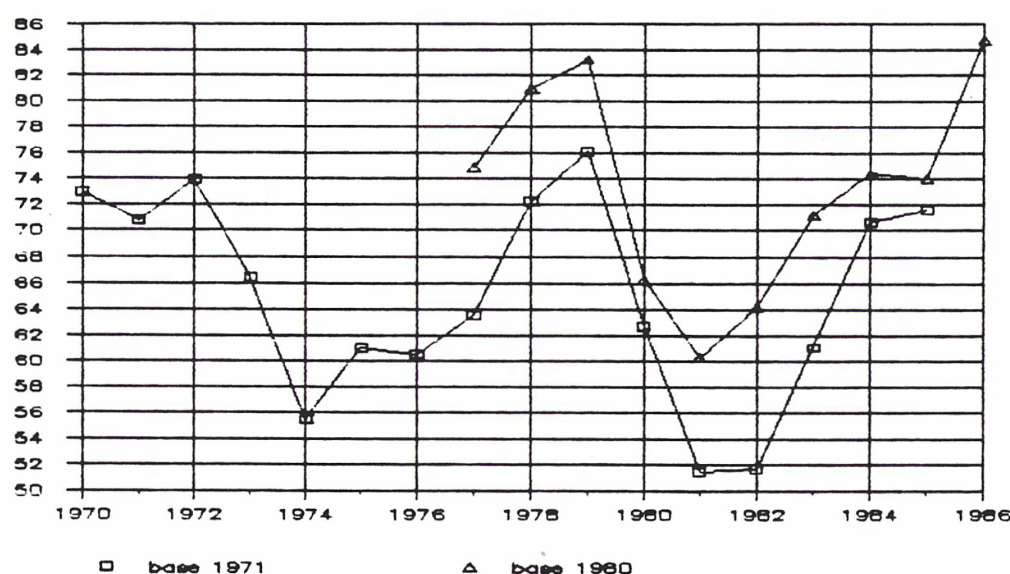
	1976	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
PRODUCTIVITE	62	59	66	65	64	62	68	68	70
...Renouvellement.....	31	27	28	28	27	28	27	27	27
...Modernisation.....	31	32	38	37	37	34	41	41	43
CAPACITE	38	41	34	35	36	38	32	32	30
...Accroissement.....	-	-	-	-	12	15	13	14	10
...Fabrications nouvelles...	-	-	-	-	24	23	19	18	20

Source: INSEE, Enquêtes de Novembre sur les investissements dans l'Industrie.

Au total, on assiste depuis 1982-83 à une remontée spectaculaire du taux d'autofinancement des sociétés (rapport de l'Epargne Brute à l'Investissement) qui atteint en 1986 les plus hauts niveaux connus, dépassant les niveaux enregistrés avant les deux chocs pétroliers (cf graphique n° 5). Cette progression résulte bien sûr du redressement du taux d'épargne, mais s'explique surtout par la chute de l'investissement depuis 1973.

Graphique n° 5.

Taux d'Autofinancement des sociétés non financières (en %)



Source: INSEE, Comptes de la Nation.

** Depuis le début des années 80, la France prend du retard par rapport aux principaux pays industrialisés, en matière d'investissement.*

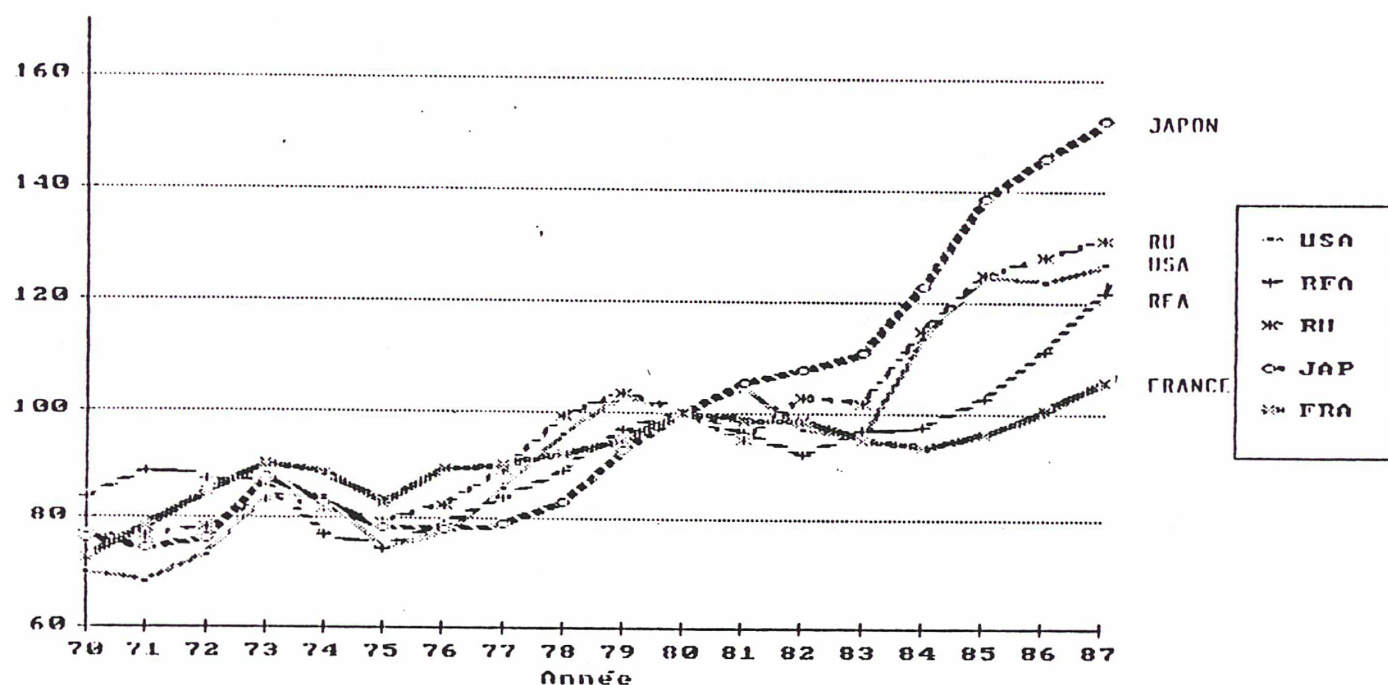
Bien que le ralentissement de l'effort d'investissement en France s'inscrive dans une tendance générale sensible dans l'ensemble des pays industrialisés, les entreprises françaises accumulent depuis cinq ans un retard important, tant en matière d'investissement matériel (productif) qu'immatériel (dépenses de Recherche et Développement, Marketing-Publicité, Informatique, Formation Professionnelle).

En niveau, le taux d'*investissement productif* reste comparable à celui des principaux concurrents de la France. Cette situation résulte de l'effort relativement important consenti dans les années 70, qui était principalement lié aux programmes d'équipement des Grandes Entreprises Nationales (G.E.N.) (énergie -centrales nucléaires-, télécommunications, programmes spatiaux, transports -TGV-, aéronautique).

En revanche, en termes d'évolution, l'investissement productif en volume, n'a guère augmenté en France entre 1980 et 1986, alors qu'il a crû de 10% en RFA, de 30% aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, et de 45% au Japon, sur la même période.

Graphique n° 6.

**Investissement productif en volume.
(base 100 en 1980)**



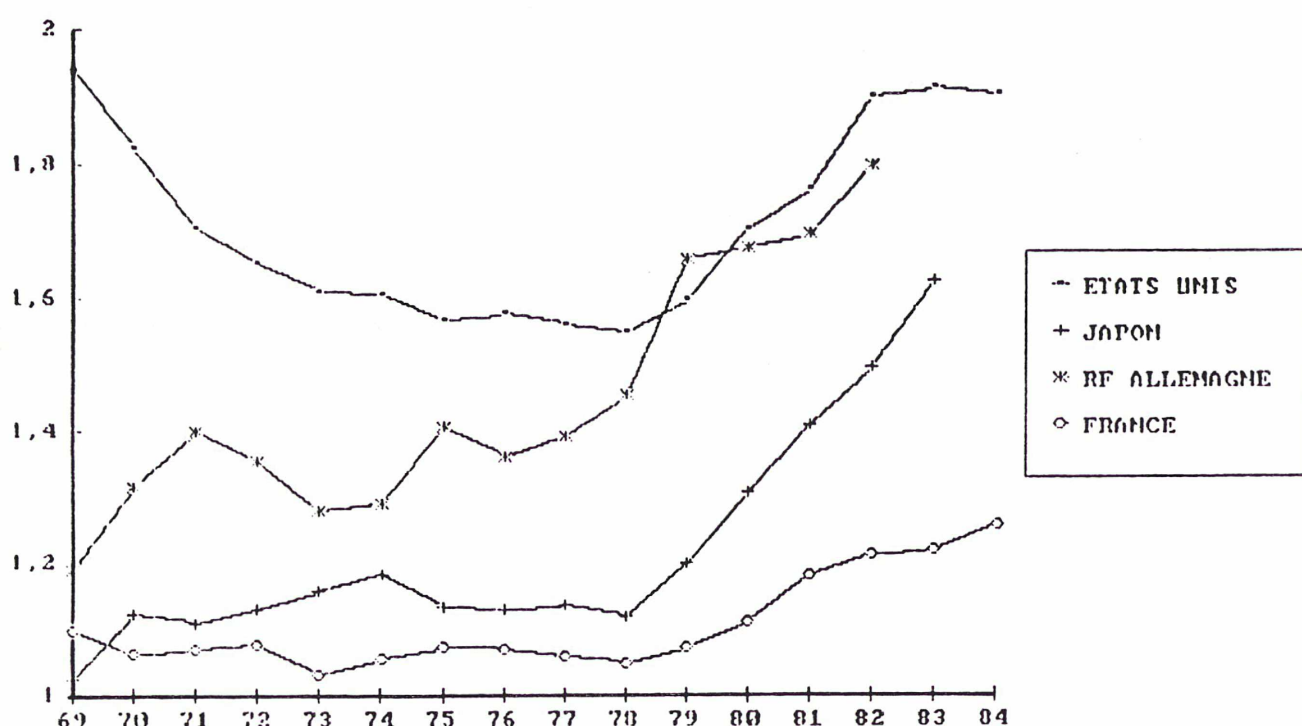
Source: Direction de la Prévision.

En matière d'**investissement immatériel**, là encore, le niveau des dépenses réalisées à l'échelon national est inférieur à celui des principaux pays industrialisés. Le retard est encore plus important si on limite la comparaison aux dépenses financées par les entreprises. L'écart s'accroît même depuis le début des années 80, témoignant de l'insuffisance de l'effort réalisé par les entreprises en matière de recherche et d'innovation.

Graphique n° 7.

Dépenses de Recherche des entreprises rapportées aux PIB

(en %)



Source: Direction de la Prévision.

I-13. Les conséquences sur le commerce extérieur.

La relative faiblesse de l'effort d'investissement (matériel comme immatériel) est considérée comme étant un des principaux facteurs qui expliquent la dégradation des performances commerciales des entreprises françaises.

Le retard en matière d'investissement immatériel se traduit notamment par une mauvaise adaptation des produits à la demande ou par une insuffisance des investissements commerciaux par rapport à ceux de la concurrence.

Quant à l'insuffisance des moyens consacrés à la modernisation de l'outil de production, elle provoque une détérioration de la productivité du capital (parmi les meilleures dans les années 70 mais aujourd'hui la plus faible des grands pays industrialisés), qui pèse sur la compétitivité des produits français.

Certes, d'autres facteurs comme

- l'existence d'un décalage conjoncturel (écart entre le niveau de la demande en France et chez ses principaux partenaires),
- une spécialisation géographique devenue défavorable (la France a privilégié, dans les années 70, les marchés des pays d'Afrique ou de l'OPEP par rapport aux marchés des pays industrialisés, principaux moteurs de la reprise mondiale de ces dernières années),
- et le poids important des "grands contrats" par rapport au "commerce courant" dans les exportations françaises,

contribuent également à expliquer pourquoi les parts de marché de la France dans le monde reculent plus que celles de ses principaux concurrents.

On assiste en tout état de cause à une réduction du taux de couverture de nos échanges industriels. Les excédents industriels importants qui permettaient d'atténuer le poids de la facture énergétique ont disparu.

En 1986, le solde industriel civil (produits manufacturés hors matériel militaire) devient même négatif pour la première fois, passant en un an de +50.6 MdF à -2.3 MdF.

En 1987, la détérioration s'accroît, touchant toutes les branches de l'Industrie. Excepté le secteur des matériels de transport terrestre (automobile,...) qui, malgré une légère baisse, reste excédentaire (12.3 MdF sur les six premiers mois de 1987 contre 14.7 MdF sur la même période), toutes les autres branches sont maintenant déficitaires: les biens intermédiaires (-12.4 MdF en 87 vs -8 MdF en 86), les biens d'équipement professionnels (-3.2 MdF vs 8.1 MdF), les biens d'équipement ménager (-6.6 MdF vs -6.2 MdF) et les biens de consommation courante (-13.2 MdF vs -6.9 MdF).

Au total, le solde industriel des produits civils qui s'élevait à +1.7 MdF sur le premier semestre 1986, se transforme en un déficit qui atteint -23 MdF sur la même période de 1987, soit une chute de -25 MdF par semestre.

Tableau n° 3.

Echanges de produits manufacturés.

(en milliards de francs)

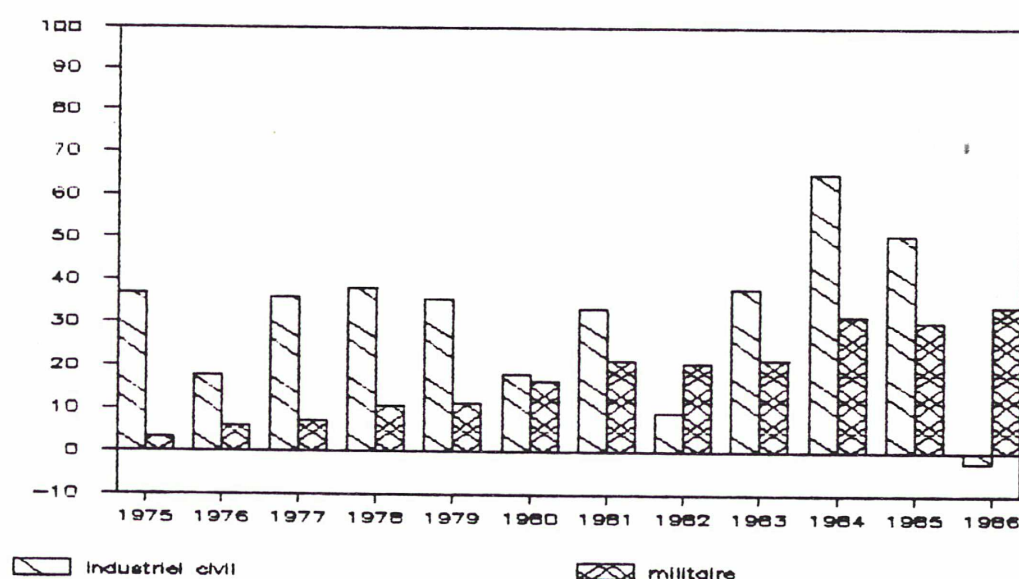
	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
BIENS INTERMEDIAIRES.....	3,5	-8,3	-1,5	-0,3	-5,0	-8,6	1,3	-2,9	3,9	8,7	5,8	-8,4
BIENS EQUIP. PROFESS.....	13,0	13,0	17,6	15,5	18,5	10,3	16,0	12,8	26,5	36,3	26,6	8,8
BIENS EQUIP. MENAGER.....	-2,1	-3,7	-3,7	-3,7	-4,6	-5,6	-7,4	-10,1	-8,6	-6,9	-9,3	-13,0
MAT. TRANSP. TERRESTRE....	18,1	17,4	22,4	25,8	30,3	28,0	27,3	20,6	24,5	32,9	32,1	26,4
BIENS CONSUM. COURANTE....	4,5	-0,6	1,1	0,8	-3,7	-6,2	-3,8	-11,6	-8,3	-3,9	-4,6	-18,1
SOLDE INDUSTRIEL CIVIL....	37,0	17,8	36,0	38,0	35,5	17,9	33,4	9,1	38,1	65,1	50,7	-2,2
SOLDE MILITAIRE.....	3,4	5,8	7,0	10,5	11,1	16,3	21,1	20,5	21,5	31,6	30,4	34,1
SOLDE INDUSTRIEL.....	40,4	23,5	42,9	48,6	46,6	34,2	54,5	29,6	59,6	96,7	81,1	31,8

Source: INSEE, Comptes de la Nation.

Graphique n° 8.

Evolution du solde industriel

(en milliards de francs)



Source: INSEE, Comptes de la Nation.

I-2. LES ENTREPRISES PRIVILEGIENT LES PLACEMENTS FINANCIERS.

Le redressement des taux de marge et d'épargne témoigne du rétablissement des comptes d'exploitation des entreprises. Cependant, force est de constater que la rentabilité de l'investissement (écart entre la rentabilité financière et le niveau des taux d'intérêt réel) demeure insuffisante malgré un net redressement en 1986.

Tableau n° 4.

Taux de rentabilité et profitabilité.

(en %)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
rentabilité financière..	6,6	6,7	5,8	5,0	5,7	6,3	5,5	3,9	3,9	3,7	3,6	3,9	5,1
profitabilité.....	5,9	9,1	5,0	2,5	4,3	5,7	3,7	-1,1	0,1	-1,3	-3,0	-1,9	0,3

Source: INSEE, *Comptes de la Nation*.

Selon la définition utilisée par l'INSEE, "la rentabilité financière mesure le **revenu des capitaux propres**. Elle est égale à l'excédent net d'exploitation minoré de l'impôt sur les sociétés, des intérêts, des loyers, redevances nettes versées, et majoré de l'érosion de la dette provoquée par l'inflation, le tout rapporté aux fonds propres".

Cette situation conduit à des analyses du type:

"Pour des raisons soulignées dans la note [de conjoncture] de mai 1986 (taux d'intérêts réels supérieurs aux taux de rentabilité du capital [...]) et parce que les perspectives de croissance de la demande intérieure et extérieure ne sont pas encore suffisamment fortes, les entreprises semblent préférer restructurer leurs bilans et privilégier les placements financiers." (INSEE, note de conjoncture, Juillet 1986).

"L'inversion, depuis 1982, de l'effet de levier [cf annexe I, chapitre I], le niveau toujours faible de la rentabilité financière des investissements, [...] et le maintien à un niveau très bas de la profitabilité de l'investissement [...] sont bien tout à la fois de nature à inciter les entreprises à se désendetter et à

encourager -le cas échéant au détriment des emplois réels- le développement des placements financiers jugés plus sûrs et plus avantageux." (Conseil National du Crédit, Rapport annuel, Juillet 1987).

Ainsi, les entreprises privilégieraient les investissements de la sphère financière (désendettement, constitution d'actifs financiers) aux investissements de la sphère réelle (investissements matériels et immatériels).

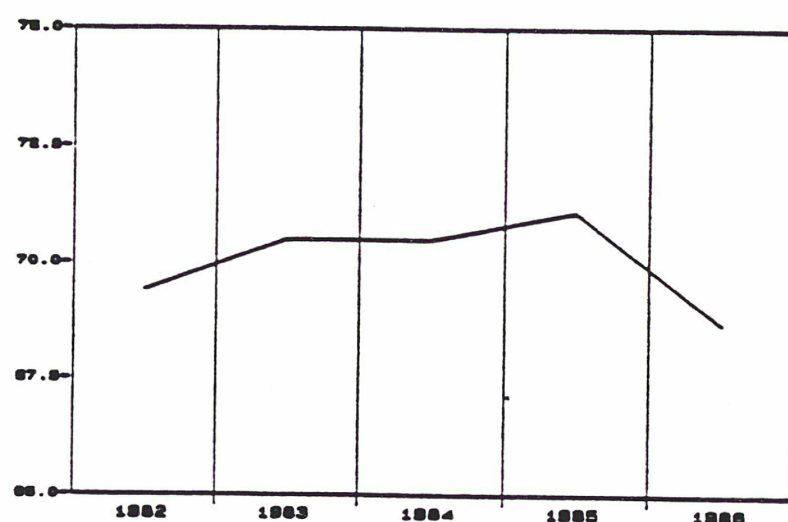
I-21. Le financement externe des sociétés.

L'amélioration de la situation financière des entreprises s'est traduite par une réduction sensible de leurs besoins de financement, qui diminuent de 30% en deux ans, passant de 97.7 MdF en 1984 à 71.6 MdF en 1986, et par une réduction de leur endettement (mesuré par le rapport de leurs Encours de Crédits à la Valeur Ajoutée).

Graphique n° 9.

Taux d'endettement des sociétés non financières.

(encours de crédits/valeur ajoutée, en %)



Source: Conseil National du Crédit.

De plus, conséquence des réformes financières des années récentes (cf partie A, chapitre II et annexe I, 2ème partie), le recours des sociétés aux financements par les établissements de crédit diminue sensiblement (+49 MdF en 1986 contre 140 MdF en 1985), au profit du financement désintermédié (qui représente 80% des financements externes des sociétés en 1986 contre 35% dans les années 80).

Enfin, conjointement à la réduction de leur endettement, les entreprises accroissent considérablement leurs fonds propres, ce qui leur permet de renforcer leur structure de bilan.

I-22. Les entreprises constituent d'importants placements sous forme d'actifs financiers.

Simultanément, les entreprises dont la trésorerie s'est considérablement améliorée, affectent une part croissante de leurs ressources disponibles à l'acquisition d'actifs financiers.

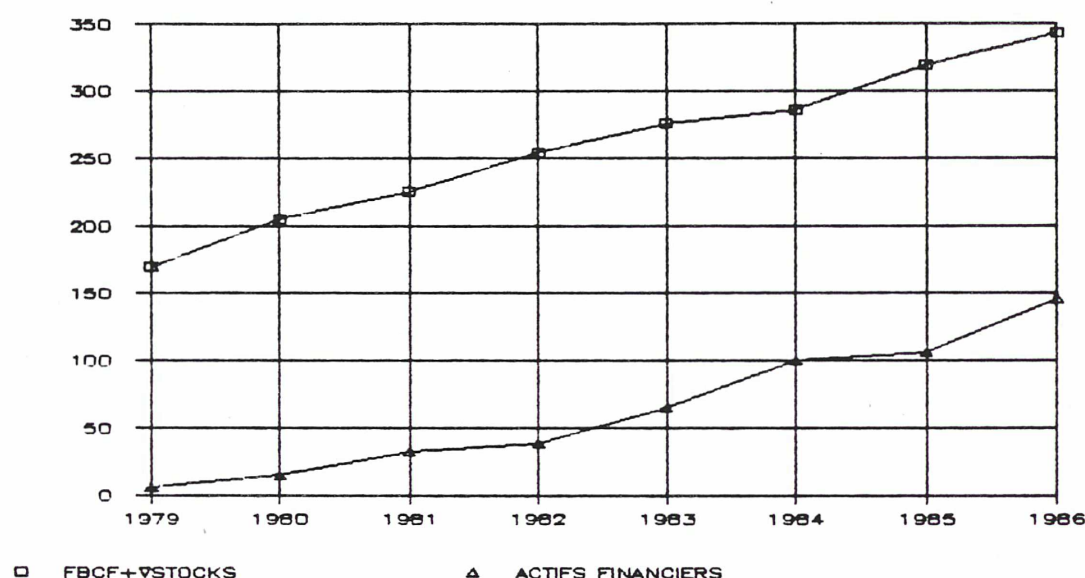
En 1986, l'augmentation des actifs financiers a représenté 60% de l'épargne brute dégagée par les sociétés contre 39% en 1985 et 47.3% en 1984.

La courbe ci-après met en relation la Formation Brute de Capital Fixe des sociétés privées et leurs acquisitions d'actifs financiers: actions (dont SICAV, FCP) et autres participations, obligations, bons négociables.

Graphique n° 10.

**FBCF et acquisitions d'actifs financiers
des sociétés privées.**

(en milliards de francs)



Source: INSEE, Comptes de la Nation.

Les acquisitions d'actifs financiers qui représentaient 2.6% du total des emplois en 1979 alors que la FBCF en constituait 69.1%, en représentent en 1986 25%, (et la FBCF 62%). En valeur, ils atteignaient en 1979 7 MdF, à comparer à 170 MdF pour la FBCF, et en 1986, 146 MdF à comparer à 358 MdF.

II. - DES FACTEURS EXPLICATIFS : LES BOULEVERSEMENTS FINANCIERS.

Les observations macroéconomiques que nous venons d'exposer suggèrent qu'il existe un arbitrage entre investissements industriels et investissements financiers, et ce au détriment des investissements industriels.

Les explications qui en sont données au niveau macroéconomique s'appuient sur le fait que l'environnement des entreprises est actuellement très défavorable aux investissements.

L'environnement des entreprises a subi en effet des transformations de très grande ampleur à la fois sur le plan conjoncturel et sur le plan structurel, qui semblent rendre les investissements industriels plus difficiles et les placements financiers plus attractifs.

II-1. L'EVOLUTION CONJONCTURELLE DE L'ENVIRONNEMENT FINANCIER DES ENTREPRISES.

Nous entendons par évolution "conjoncturelle", l'évolution qui a touché des paramètres caractéristiques de la situation économique française ou étrangère comme le niveau de la demande, les taux d'intérêt, de change ou d'inflation.

II-11. Le rôle des éléments non financiers.

Bien que nous ayons centré notre étude sur l'influence des facteurs financiers, nous ne voulons pas négliger l'importance d'éléments d'une autre nature, des facteurs commerciaux par exemple, comme le niveau de la demande.

Il paraît indéniable que la faible croissance, voire la régression, de la demande adressée aux entreprises a eu un effet dépressif sur leurs investissements. Cette constatation mérite en fait d'être nuancée.

* Tout d'abord, de 1974 à 1982, La France connaît une croissance plutôt plus soutenue que les autres grands pays industrialisés, en raison de la politique sociale très favorable aux ménages qui est menée au cours de cette période (cf tableau n° 5).

Depuis 1983, en revanche, la croissance stagne en France alors qu'une nette reprise s'amorce dans les autres grands pays industrialisés.

Tableau n° 5.

**Produit Intérieur Brut.
Ensemble des Grands Pays Industrialisés.**

(Evolution en volume. Pourcentage de variation par rapport à la période précédente)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
FRANCE	5,9	5,4	3,2	0,2	5,2	3,1	3,8	3,3	1,1	0,5	1,8	0,8	1,5	1,4	2,1
ETATS-UNIS	5,4	5,7	-0,9	-0,8	4,7	5,5	4,7	2,6	-0,4	3,4	-3,0	3,4	6,4	2,7	2,1
JAPON	8,4	7,9	-1,2	2,6	4,8	5,3	5,1	5,2	4,4	3,9	2,8	3,2	5,1	4,7	2,1
RFA	4,2	4,7	0,3	-1,6	5,4	3,0	2,9	4,2	1,4	0,2	-0,6	1,5	3,0	2,5	2,1
TOTAL*	5,3	6,2	0,1	-0,4	4,9	4,1	4,2	3,4	0,9	2,2	-0,7	2,8	5,0	3,0	2,1

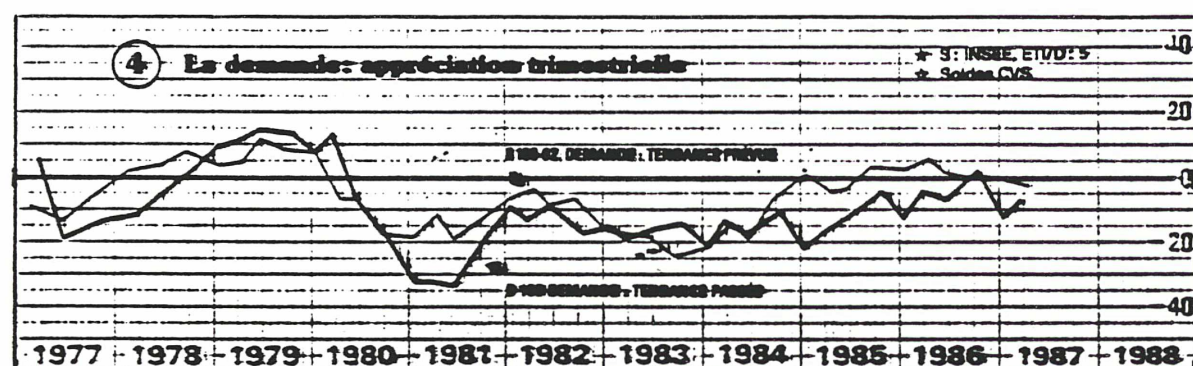
* Total des 7 grands pays industrialisés

Source: OCDE.

* L'appréciation que portent les industriels sur la demande qu'ils reçoivent est très pessimiste. La plupart des industriels interrogés dans les enquêtes de conjoncture de l'INSEE, qui portent sur environ 3.000 entreprises, s'attendent à une baisse de la demande.

Graphique n° 11.

**Le constat trimestriel des industriels
La demande globale observée par les industriels**



Source: INSEE, Tendances de la Conjoncture.

On constate en effet sur le graphique ci-dessus que le solde du pourcentage des industriels interrogés s'attendant à une hausse de la demande, et des industriels s'attendant à une baisse de la demande est négatif.

Or, depuis 1983, on assiste à une reprise de la demande mondiale -qui se modère actuellement. Et depuis 1985, on constate une reprise de la demande intérieure en France (cf tableaux n° 6 et n° 7).

Tableau n° 6.

***Demande Mondiale de Produits Manufacturés
adressée à la France.***

croissance en %.

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
DEMANDE MONDIALE... dont	0,6	-0,7	2,5	8,3	3,5	3,2
OCDE.....	-2,7	2,0	5,9	11,1	6,3	-
PVD non OPEP.....	3,4	-8,0	-1,2	7,2	-2,6	-
pays de l'OPEP.....	21,6	-1,7	-14,9	-10,5	-15,1	-
pays de l'Est.....	-2,0	-6,4	3,2	0,3	-3,7	-
Autres (y.c. CHINE)	4,8	-16,4	0,5	13,2	16,5	-

**croissance des importations en volume de produits manufacturés des différents pays ou zones, pondérées par leur part dans les exportations françaises.*

Source: INSEE, Comptes de la Nation.

Tableau n° 7.

Demande Intérieure Totale.

(Evolution en volume. Pourcentage de variation par rapport à la période précédente, taux annuels désaisonnalisés)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
FRANCE.....	-0,6	4,1	-0,4	0,7	2,1	3,8
ETATS-UNIS.....	3,1	-1,2	5,0	8,3	3,4	3,5
JAPON.....	2,1	3,1	1,8	3,8	3,8	4,0
RFA.....	-2,5	-2,1	2,0	1,9	1,5	3,7
TOTAL 7 GRANDS PAYS INDUSTRIALISES.....	1,4	-0,1	3,3	5,5	3,1	3,6

Source: OCDE, Perspectives Economiques.

II-12. Incertitudes quant à l'évolution des paramètres financiers.

Depuis 1973, l'évolution de la plupart des paramètres financiers a été très erratique, rendant toute prévision difficile et accroissant le risque que présentent les investissements industriels.

- * Le prix du pétrole, comme chacun sait, a fluctué dans des proportions considérables, entraînant de très fortes variations du prix des matières énergétiques.

- * Les taux de change ont également connu des bouleversements importants, notamment la valeur en Francs du Dollar qui passe de 4 en 1980 à plus de 10 en 1985, pour retomber à 6 actuellement.

- * Les taux d'intérêt et d'inflation subissent des variations de grande ampleur (cf graphiques n° 12 et n° 14). Les mouvements de hausse des taux d'intérêt nominaux, consécutifs aux deux chocs pétroliers n'ont pas été totalement compensés par les mouvements de détente qui ont suivi. Les taux d'intérêt nominaux restent sensiblement plus élevés qu'en 1972-1973.

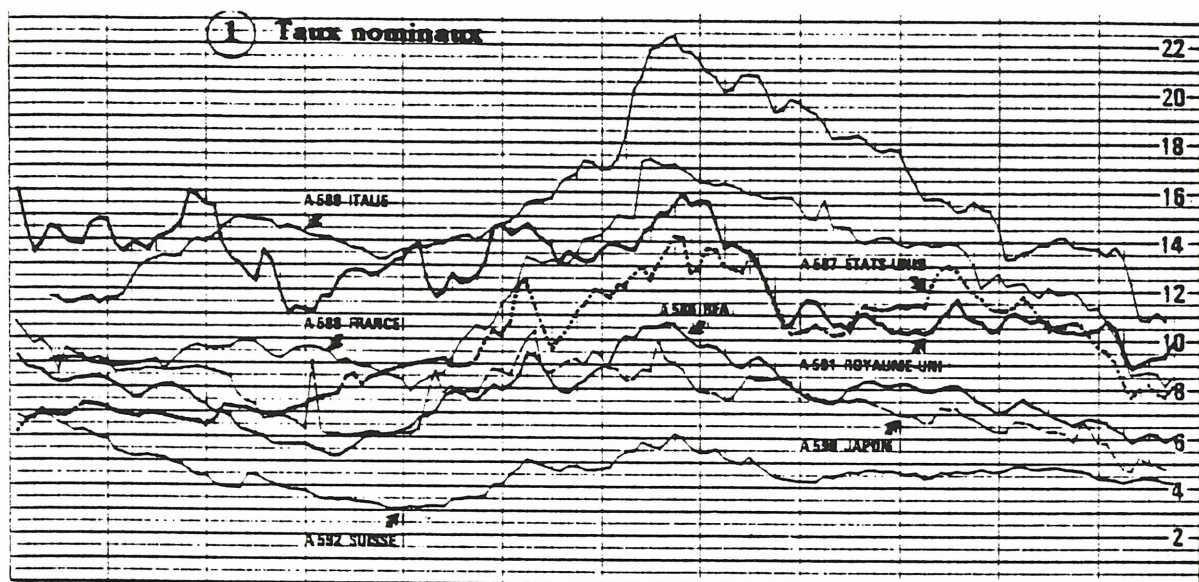
II-13. Le niveau élevé des taux d'intérêt réels.

La variation des taux d'intérêt nominaux et du taux d'inflation conduit à partir de 1982 à une envolée des taux d'intérêt réels qui pénalise considérablement les entreprises très endettées ou qui avaient d'importants besoins de financement (cf graphique n° 13).

Jusqu'en 1981, les taux d'intérêt réels se situent à un niveau très faible, voire négatif. Depuis 1982, en revanche les taux d'intérêt sont très élevés: ils sont compris entre 4 et 6% pour le long terme. Les niveaux sont d'ailleurs plutôt plus élevés en France que dans les autres grands pays industrialisés, en dehors des Etats-Unis. Mais cette différence tend maintenant à s'estomper.

Graphique n° 12.

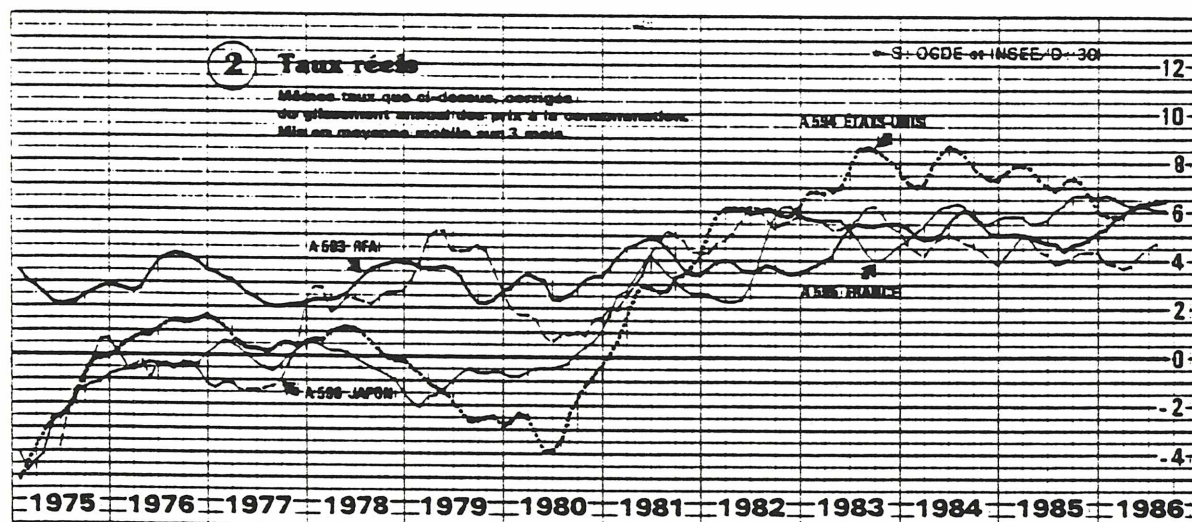
**Taux d'intérêt nominaux long terme
dans les grands pays industrialisés.**



Source: INSEE, Tendances de la Conjoncture.

Graphique n° 13.

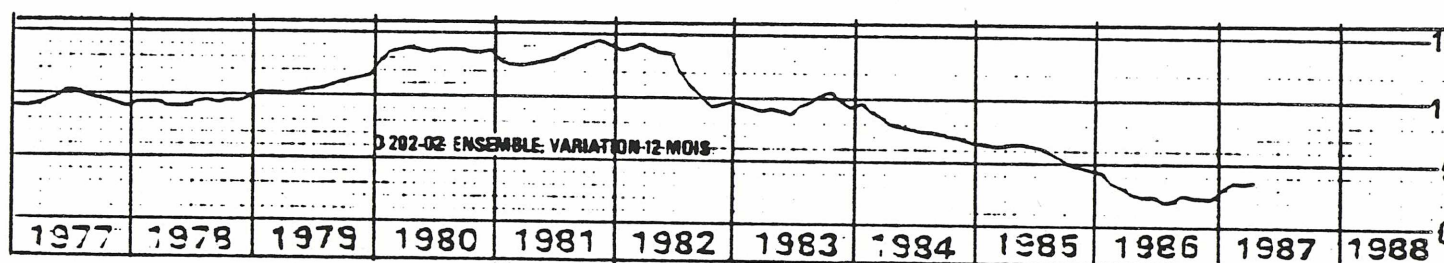
**Taux d'intérêt réels long terme
dans les grands pays industrialisés.**



Source: INSEE, Tendances de la Conjoncture.

Graphique n° 14.

Variation des prix à la consommation.



Source: INSEE, *Tendances de la Conjoncture*.

II-2. L'EVOLUTION STRUCTURELLE DE L'ENVIRONNEMENT FINANCIER DES ENTREPRISES.

Nous avons assisté depuis quelques années à des modifications en profondeur du système du financement de l'économie, modifications que l'on peut qualifier de structurelles.

En France, le mouvement de déréglementation lancé à l'initiative de l'Etat s'est traduit principalement par:

- La création d'un nouveau marché financier, ***"grand marché unifié des capitaux"***, remplaçant l'ancien marché monétaire, allant du très court au très long terme, ouvert à tous les intervenants économiques, permettant des opérations au comptant ou à terme, termes ou optionnelles.
- Le remplacement des techniques quantitatives de régulation monétaire (encadrement du crédit) par des techniques fondées sur l'utilisation du niveau des taux d'intérêt.

Parmi les réformes ayant eu une influence particulière sur la politique financière des entreprises, il faut citer:

- ***la création des billets de trésorerie***, qui permet aux entreprises de se financer à court et moyen terme, sans passer par l'intermédiaire du système bancaire. Les entreprises peuvent émettre directement sur le marché monétaire des titres équivalents au "Commercial Paper" américain, pour un montant minimum de 5 millions de francs et pour une durée comprise entre 10 jours et 7 ans.
- ***La mise en place d'outils de couverture*** sophistiqués contre le risque de taux d'intérêt et le risque de change (contrats à terme, options, swaps,...). La gestion de la trésorerie et la gestion de la dette deviennent ainsi des activités très rémunératrices pour les entreprises.
- ***Le désencadrement du crédit***, qui permet de passer d'un contrôle rigide des liquidités en circulation (limitation quantitative des crédits consentis par les banques) à un système plus souple de régulation par le niveau des taux d'intérêt.

Un des principaux avantages du désencadrement du crédit est de favoriser la concurrence interbancaire. Les banques peuvent développer leur propre stratégie commerciale. Les parts de marché qu'elles détiennent ne sont plus figées.

- ***La réduction de la part des crédits bonifiés dans l'économie.***

L'amélioration de la situation financière des entreprises et la baisse des taux d'intérêt ont permis de réformer le système des prêts à taux privilégiés qui était devenu complexe et lourd. Les prêts à taux privilégiés sont désormais uniquement destinés aux seules PME dont le chiffre d'affaires ne dépasse pas 1 MdF.

- Enfin pour mémoire, une réforme plus ancienne, ***la création du second marché***, qui a eu des conséquences très positives sur le financement des moyennes entreprises.

La possibilité donnée aux entreprises de se financer directement, en dehors du système bancaire, ainsi que le désencadrement du crédit ont considérablement accru le pouvoir des entreprises dans leurs relations avec les banques. Les taux d'intérêt obtenus sur les crédits sont beaucoup plus avantageux. Ainsi pour les moyennes et grandes entreprises, le taux de base bancaire n'est plus le taux de référence pour les crédits court terme. A l'exception des petites entreprises ou des entreprises en sérieuses difficultés, la plupart des entreprises parviennent à obtenir des financements court terme à des taux très voisins de ceux du marché monétaire.

Ces différentes réformes ont profondément transformé l'attitude des banques vis-à-vis des entreprises. Auparavant les banques utilisaient facilement l'argument de l'encadrement du crédit pour refuser un prêt qu'elles jugeaient trop risqué. Elles doivent désormais, si elles veulent atteindre des objectifs élevés quant au volume des crédits consentis, modifier leur appréciation du risque et accepter, dans une plus large mesure, de partager ce risque avec les entreprises.

III. - D'UNE APPROCHE MACROECONOMIQUE... A UNE ANALYSE MICROECONOMIQUE

III-1. POURQUOI S'ORIENTER VERS UNE ANALYSE MICROECONOMIQUE?

Les éléments macroéconomiques que nous venons de présenter, ont servi de base à notre étude.

* *Ils mettent en évidence une situation qui semble, a priori paradoxale:* En dépit du redressement de leur situation financière, les entreprises ne se lancent guère dans d'importants programmes d'investissement. Depuis quelques années, elles accumulent sur ce point un retard inquiétant par rapport à leurs concurrents étrangers. Les opérations financières seraient-elles devenues beaucoup plus attrayantes?

* Cette approche macroéconomique permet en outre de *sélectionner* un certain nombre de facteurs qui pourraient constituer *des éléments-clés pour expliquer l'évolution du comportement des entreprises.*

Poursuivre cette étude au niveau macroéconomique présentait un certain nombre d'inconvénients.

* Tout d'abord, nous étudions une période très récente puisqu'il s'agit des années 1984-1987. De plus, nous analysons un phénomène en cours. La Réforme des Marchés Financiers initiée en 1984, n'est pas encore achevée. Bien qu'elle ait eu des conséquences notables sur la politique financière des entreprises, ses résultats ne sont pas encore bien mesurés à un niveau global.

Ces deux éléments peuvent se résumer en un seul, le facteur **temps**. Un certain recul est en général nécessaire pour que des données macroéconomiques précises et fiables soient disponibles sur un sujet. Il n'existe donc que très peu d'informations macroéconomiques sur les questions que nous étudions.

* Par ailleurs, l'étude du comportement d'investissement des entreprises nous amène à analyser certains processus de décisions au sein des entreprises. Les diverses théories macroéconomiques, qui ne parviennent pas à fournir une description du comportement des entreprises qui soit

confirmée par la réalité, ne proposent pas de modélisation satisfaisante de ces processus de décision. Elles ne permettent pas non plus a fortiori d'en suivre l'évolution.

Une *analyse macroéconomique* ne prendrait en compte que des éléments très globaux comme le *niveau de la demande* ou le *niveau des taux d'intérêt*. Mais, comme nous le verrons par la suite, de nombreux autres facteurs interviennent: les objectifs que se fixe l'entreprise en matière de structure de bilan ou d'équilibre financier, par exemple, jouent désormais un rôle important.

De plus, il est très difficile d'étudier le comportement d'investissement des entreprises sans se préoccuper de la façon dont ces investissements sont financés. Mais les données macroéconomiques concernant la part de l'autofinancement, des emprunts et des émissions d'actions dans les ressources des entreprises ne sont pas toutes cohérentes entre elles car elles proviennent de sources différentes (Comptabilité Nationale, statistiques du Crédit Lyonnais). En particulier, la part des ressources externes (emprunts, émissions d'actions) dans le financement de l'investissement n'est connue avec précision que pour l'ensemble des sociétés, mais pas pour un secteur d'activité spécifique comme l'Industrie.

Nous avons donc décidé d'analyser le comportement des entreprises, au niveau microéconomique, par l'intermédiaire d'une enquête d'entreprises qui nous a permis de réunir directement, société par société, des informations non disponibles globalement.

III-2. LE CHOIX DES ENTREPRISES.

Afin de pouvoir consacrer suffisamment de temps à l'étude de la situation des entreprises que nous avons sélectionnées, nous avons limité notre échantillon d'entreprises à une trentaine de sociétés dont la liste est donnée page 2.

En effet, nous ne souhaitons pas nous en tenir à un simple examen des comptes de ces entreprises. Nous avons au contraire comme objectif de rencontrer dans chaque société l'un au moins des dirigeants, et d'étudier l'évolution de l'entreprise dans une perspective historique sur une durée d'au moins cinq ans.

L'échantillon d'entreprises a été constitué avec un souci de diversification, à la fois en ce qui concerne la taille des entreprises et les secteurs d'activité. Nous avons toutefois presque exclusivement choisi des entreprises françaises du secteur industriel, auxquelles nous avons assez facilement accès et qui présentaient une grande variété de situations.

* ***La taille des entreprises rencontrées*** peut être mesurée par leur chiffre d'affaires. Nous avons rencontré une vingtaine de très grandes entreprises, dont le chiffre d'affaires est supérieur à 5 milliards de francs, ainsi qu'une dizaine d'entreprises moyennes dont le chiffre d'affaires est compris entre 200 millions et 2.5 milliards de francs.

Nos conclusions ne seront donc peut-être pas applicables aux petites entreprises dont le chiffre d'affaires ne dépasse pas quelques dizaines de millions de francs.

* ***Les secteurs d'activité*** auxquels nous avons eu l'occasion de nous intéresser couvrent à la fois les biens intermédiaires, les biens d'équipement professionnel et ménager, les biens de consommation courante et l'agroalimentaire. Nous avons également pu étudier des entreprises dont l'activité principale est constituée par les services ou le bâtiment et les travaux publics.

En ce qui concerne le choix des grandes entreprises, nous avons commencé par éliminer les secteurs connaissant de très sérieuses difficultés (sidérurgie, chantiers navals,...). Nous nous sommes intéressés aux plus gros investisseurs et aux sociétés réalisant des bénéfices importants.

En ce qui concerne les entreprises moyennes, trois critères ont été retenus dans le but de sélectionner des entreprises performantes.

Les entreprises devaient :

- être cotées en bourse,
- dégager des marges importantes (le rapport du bénéfice net au chiffre d'affaires devait être au moins égal à 3%).
- ne pas être filiales d'un grand groupe.

III-3. L'ANALYSE DE LA SITUATION D'UNE ENTREPRISE.

Pour chaque entreprise, nous avons comme objectif:

- d'une part, de vérifier si les faits constatés au niveau macroéconomique se retrouvaient dans l'entreprise considérée (redressement de la situation financière, faible reprise des investissements, trésorerie très excédentaire, politique de désendettement,...)
- d'autre part, d'étudier si l'évolution de l'environnement financier de l'entreprise pouvait expliquer ces évolutions.

Un *examen préliminaire* des comptes de l'entreprise, extraits des rapports annuels sur une période de cinq ans, nous a fourni des informations qui ont servi de base à la préparation d'entretiens avec des responsables de l'entreprise. Nous présentons au chapitre I de la partie B, les tendances que nous avons pu dégager de l'examen de ces comptes.

Notre étude se poursuivait par des *entretiens* dans l'entreprise.

Etant donné la nature des questions que nous souhaitions poser, les personnes que nous avons rencontrées avaient pour la plupart des responsabilités de très haut niveau quant à l'élaboration de la stratégie de l'entreprise, de la politique financière ou de la politique d'investissement.

Afin d'avoir une vision assez globale des décisions prises, nous avons, suivant les cas, rencontré une ou plusieurs personnes dans l'entreprise.

Bien que nous ayons eu des questions très précises à poser, nous préférons laisser l'entretien commencer de façon plutôt informelle, afin de connaître la première réaction de notre interlocuteur à la question que nous lui posions: ***"Quelle est l'influence de l'évolution de l'environnement financier sur la stratégie d'investissement dans votre entreprise?"***

Nous étudions alors principalement les points suivants:

**** L'évolution des ressources de l'entreprise***, en analysant la variation :

- de la marge brute d'autofinancement,
- des fonds propres,
- de l'endettement à long et court terme.

*** L'évolution de l'emploi des ressources de l'entreprise:**

Quelle partie des ressources est consacrée:

- à des investissements productifs (acquisitions d'immobilisations corporelles),
- à des "investissements immatériels" (dépenses de recherche et développement, de marketing-publicité, d'organisation, d'informatisation, de formation professionnelle),
- à des acquisitions de titres dans le but de prendre le contrôle d'une société (croissance externe),
- à des acquisitions de titres dans le but de placer des disponibilités (matelas de trésorerie - trésor de guerre),
- ou au désendettement.

*** L'influence de l'environnement financier sur les décisions prises.**

Nous n'avons certes pas négligé l'influence de l'environnement économique (croissance faible, perspectives de marchés moroses...). Après avoir déterminé quelles décisions relevaient essentiellement de la stratégie commerciale de la société, nous avons étudié plus spécifiquement le rôle des paramètres suivants:

- niveau des taux d'intérêt (baisse des taux nominaux, maintien à un niveau élevé des taux réels),
- fluctuations des taux d'intérêt, de change, d'inflation, et des cours des matières premières ou énergétiques,
- réforme des marchés financiers permettant aux entreprises d'accéder au marché monétaire et de disposer de nouveaux produits financiers,
- création du second marché,
- désencadrement du crédit,
- restriction des prêts bonifiés.

PARTIE B

L'ENQUETE D'ENTREPRISES MONTRE UNE EXPLOSION DES PLACEMENTS FINANCIERS.

La présentation de notre enquête d'entreprises comprend deux parties:

- un exposé rapide des évolutions que nous avons pu constater dans chacune des entreprises que nous avons rencontrées, à partir de l'examen de leurs rapports annuels sur plusieurs années.
- l'analyse de l'évolution du comportement de leurs entreprises que proposent les industriels. Il nous a en effet paru indispensable de compléter les informations partielles que fournissaient les rapports annuels par des entretiens assez approfondis avec certains des dirigeants de ces entreprises.

I. - LES PRINCIPALES TENDANCES DE L'EVOLUTION DU COMPORTEMENT DES ENTREPRISES.

Les différents traits caractéristiques de l'évolution des entreprises, que nous avons observés au niveau macroéconomique, se retrouvent parfaitement au niveau des entreprises.

Il faut naturellement nuancer cette assertion en remarquant que quelques entreprises présentent une évolution atypique par rapport à celle de l'ensemble de notre échantillon.

De plus, l'évolution d'une année sur l'autre d'une entreprise donnée n'est pas forcément significative. Nous nous sommes donc attachés à mettre en évidence les tendances qui se dégagent sur plusieurs années.

Notre enquête d'entreprises couvre plus particulièrement les années 1981 à 1986.

Ce paragraphe se limite à l'exposé des conclusions que l'on peut tirer de l'examen de données extraites des rapports annuels des entreprises que nous avons rencontrées. Ces données figurent dans l'annexe III.

Ces chiffres appellent bien sûr de nombreux commentaires qui font l'objet du chapitre suivant.

I-1. LES RESULTATS DES ENTREPRISES S'AMELIORENT (Tableau I).

Pour traduire les performances globales des entreprises, l'indicateur retenu n'est pas le résultat net, notion purement fiscale, qui masque bien souvent la situation réelle des entreprises.

Il existe en effet, de nombreuses méthodes de calcul pour les provisions à déduire du résultat. Suivant les règles appliquées, celui-ci peut donc varier dans des proportions très importantes.

La marge brute d'autofinancement, ou capacité d'autofinancement, constitue un bien meilleur indicateur. Certes la définition de la marge brute d'autofinancement est susceptible de varier d'une entreprise à l'autre. Mais cela n'affecte pas sensiblement les ordres de grandeur des résultats calculés.

En dehors essentiellement d'Elf-Aquitaine, qui a dû affronter en 1985 et 1986 une conjoncture défavorable de baisse des prix du pétrole et du cours du dollar, on observe une nette croissance de la marge brute d'autofinancement des entreprises.

Le ratio dont l'évolution aurait sans doute été la plus significative, en ce qui concerne l'évolution des performances des entreprises, est le rapport de la marge brute d'autofinancement à la valeur ajoutée. Nous n'avons malheureusement pas pu disposer de ce ratio.

Le rapport de la marge brute d'autofinancement au chiffre d'affaires fournit cependant des indications très intéressantes. Depuis 1983, on observe, d'une manière générale, une croissance sensible du rapport de la marge brute d'autofinancement au chiffre d'affaires.

I-2. LES CAPACITES DE FINANCEMENT SONT EXCEDENTAIRES PAR RAPPORT AUX INVESTISSEMENTS REALISES (Tableaux II et III).

La très grande majorité des entreprises que nous avons rencontrées ne fait pas partie de l'industrie lourde, dont les besoins d'investissement sont très importants. *Les taux d'autofinancement constatés* (rapport de la marge brute d'autofinancement aux investissements réalisés) *sont donc très élevés.*

* Des sociétés comme Thomson-CSF, Sommer-Allibert, Lafarge-Coppée, Snecma, Rhône-Poulenc, Salomon, Elm-Leblanc illustrent très bien l'idée suivant laquelle les entreprises consacrent une partie de plus en plus faible de leur capacité de financement aux investissements physiques.

* Pour d'autres sociétés la part de la marge brute d'autofinancement consacrée aux investissements physiques reste relativement stable sur la période 1981-1986, mais à un niveau assez faible: 47% en 1986 pour L'Oréal, 27% pour Moët-Hennessy...

* Quelques autres sociétés enfin constituent des contre-exemples: soit leur situation financière encore difficile ne leur permet pas de satisfaire d'importants besoins d'investissement (Péchiney,...). Soit ces entreprises ont réalisé au cours des années 84-85, un effort d'investissement particulier (construction d'usines pour BSN et Bénéteau).

Dans la grande majorité des cas, les entreprises utilisent des moyens de plus en plus importants pour réaliser des opérations autres que des investissements physiques. Les conséquences en sont particulièrement claires en matière de désendettement ou d'augmentation de la trésorerie disponible.

I-3. LES ENTREPRISES SE DESENDETTENT (Tableaux IV et V).

L'évolution de l'endettement des entreprises a été mesurée à l'aide de deux ratios: *le rapport des frais financiers nets* (ou solde des frais et des produits financiers) *au chiffre d'affaires* et *le rapport des capitaux permanents aux dettes à long et moyen terme.*

Le poids des frais financiers serait évalué de façon plus significative par une comparaison avec le résultat d'exploitation, ou l'excédent brut d'exploitation. Mais la plupart des entreprises utilisent le ratio des frais financiers rapportés au chiffre d'affaires.

* La tendance est très nette en ce qui concerne le poids des frais financiers. Pour la quasi-totalité des entreprises, le ratio de frais financiers rapportés au chiffre d'affaires a sensiblement diminué. Certaines sociétés atteignent des niveaux très bas (de l'ordre de -1% pour Télémécanique, BSN, Elm Leblanc). Les frais financiers nets sont encore beaucoup plus faibles pour L'Air Liquide et Elf-Aquitaine (-0.8% en 1986), Baccarat et Arjomari (-0.7%) et pour l'Oréal (-0.3%). Le solde financier est positif -les entreprises dégagent des produits financiers nets- à la Générale des Eaux et à la Lyonnaise des Eaux par exemple et surtout chez Thomson-CSF.

* Pour la grande majorité des entreprises également, le ratio des capitaux permanents rapportés aux dettes à long et moyen terme augmente très nettement. Les valeurs atteintes en 1986 par des entreprises comme Sanofi (8.35), Elf-Aquitaine (6.22), Lyonnaise des Eaux (7.28), L'Oréal (5.75), Thomson-CSF (5.24) et Waterman (7.18 en 85)... sont très élevées. Certaines entreprises en revanche sont encore très endettées: à la SNECMA, il atteint à peine 1.5. D'autres sociétés comme Péchiney et Saint-Gobain sont dans une situation moins difficile, mais leur ratio d'endettement reste sensiblement inférieur à 3. Toutefois, ces ratios se redressent progressivement.

Les ratios des capitaux permanents rapportés aux chiffres d'affaires diminuent légèrement chez BSN et à la Générale des Eaux, mais ces sociétés sont très peu endettées (ratio de 3.9 pour BSN et 4.8 pour la Générale des Eaux en 1986).

I-4. LA TRESORERIE DES ENTREPRISES S'AMELIORE (Tableau VI).

Nous avons retenu comme indicateur de la trésorerie des entreprises, *le rapport des disponibilités au chiffre d'affaires*. Les disponibilités représentent la somme des liquidités (banque, caisse) et des valeurs mobilières de placement.

Pour déterminer, à partir de ces disponibilités, le montant des fonds qui sont susceptibles de rester durablement dans l'entreprise, il faut bien sûr en déduire les dettes financières à court terme et le besoin de financement d'exploitation.

Par ailleurs, un bilan constitue une photographie à un instant donné de la situation d'une entreprise. Les chiffres qui en sont extraits n'indiquent peut-être pas très fidèlement le niveau réel des disponibilités de l'entreprise.

Le ratio de disponibilités n'en présente pas moins une évolution tout à fait remarquable au cours des cinq dernières années.

Certes le ratio diminue chez BSN, à L'Air Liquide -où les niveaux atteints sont cependant élevés-, et chez Waterman.

Pour les autres entreprises, en revanche, on constate une nette progression. Au cours de la période 1981-1986, le ratio de disponibilités est multiplié par 3 chez Lafarge-Coppée et Saint-Gobain, par 4 chez Moët-Hennessy, la Lyonnaise des Eaux et L'Oréal, par 5 chez Salomon et Baccarat, et même par 30 aux Papeteries de Clairefontaine. La progression des disponibilités est généralement particulièrement forte entre 1983 et 1985.

I-V. SIMILITUDE DE COMPORTEMENTS ENTRE GRANDES ET MOYENNES ENTREPRISES.

Nous n'avons pas perçu, au cours de notre enquête d'entreprises, de différences de comportement sensibles entre grandes entreprises (chiffres d'affaires supérieurs à 2.5 MdF) et moyennes entreprises (chiffre d'affaires compris entre 200 MF et 2.5 MdF).

TABLEAU I

*MBA rapportées aux chiffres d'affaires
(1981-1986)*

	1986	1985	1984	1983	1982	1981
SNEA	13.77	10.93	12.23	12.41	9.85	10.47
ATOCHEM	6.27	3.47	5.34	0.00		
SANOFI	6.84	6.04	7.03	7.42	6.10	7.92
RHONE-POULENC	0.00	10.09	9.96	5.53	3.77	3.96
AIR LIQUIDE	15.22	14.02	13.01	13.25	13.40	12.60
LAFARGE-COPPEE	13.50	11.08	8.81	8.52	6.76	10.16
PECHINEY	6.66	8.02	8.93	3.31	-3.69	2.59
SAINT-GOBAIN	6.90	6.17	6.93	5.58	4.63	6.50
GENERALE DES EAUX	7.80	6.94	7.22	7.91	6.10	6.83
LYONNAISE DES EAUX	9.95	8.69	8.08	6.96	7.26	5.68
SNECMA	14.74	14.21	11.14	11.56	7.51	0.00
IBM-FRANCE	0.69	7.82	9.94	13.15	15.73	14.38
THOMSON-CSF	12.66	8.52	5.68	0.82	-1.91	3.39
JEUMONT-SCHNEIDER	5.45	5.21	2.40	6.30	7.58	6.21
TELEMECANIQUE	8.82	7.47	8.05	7.12	7.16	6.71
SOMMER-ALLIBERT	7.63	5.45	5.06	6.33	4.69	4.58
UNILEVER	4.29	3.61	3.93	3.52	3.54	4.32
BSN	9.40	8.21	7.82	8.60	8.17	8.41
L'OREAL	9.70	8.95	8.71	9.53	7.04	7.69
MOET-HENNESSY	13.53	12.97	10.57	11.69	12.88	0.00
ARJOMARI	8.72	5.38	5.27	4.17	3.83	3.17
PAPET. DE CLAIREFONTAINE	11.95	5.13	6.53	5.75	0.00	0.00
ELM-LEBLANC	9.96	7.85	6.90	3.28	9.81	7.06
BACCARAT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
WATERMAN	12.77	9.85	7.03	10.20	6.44	7.25
SALOMON		14.65	14.10	13.58	12.15	5.67
BENETEAU		6.92	7.58	5.95	6.55	6.86
ZODIAC		5.81	6.50	6.55	5.85	5.83

TABLEAU II

**Investissements rapportés aux MBA
(1981-1986)**

	1986	1985	1984	1983	1982	1981
SNEA	0.75	0.73	0.56	0.66	1.10	1.05
ATOCHM	1.17	1.31	0.63			
SANOFI	0.75	0.91	0.59	0.55	0.65	0.43
RHONE-POULENC	0.89	0.77	0.72	1.17	1.55	1.88
AIR LIQUIDE	0.86	0.64	0.66	0.59	0.73	0.92
LAFARGE-COPFEE	0.54	0.47	0.67	0.68	0.96	1.02
PECHINEY	1.36	1.47	0.70	1.73	-1.62	1.21
SAINT-GOBAIN	0.72	0.98	0.89	0.88	1.47	0.89
GENERALE DES EAUX	0.71	0.65	0.62	0.62	0.63	0.00
LYONNAISE DES EAUX	0.61	0.84	0.00	0.83	1.26	1.07
SNECMA	0.48	0.41	0.40	0.82	2.39	
IBM-FRANCE	1.37	1.27	0.87	0.73	0.75	0.98
THOMSON-CSF	0.74	1.33	1.14	5.94	-2.50	1.35
JEUMONT-SCHNEIDER	0.55	0.62	1.24	0.62	0.65	0.66
TELEMECANIQUE	0.82	1.25	0.67	0.65	0.58	1.32
SOMMER-ALLIBERT	0.83	0.77	1.00	0.81	0.84	0.92
UNILEVER	0.81	0.98	0.80	0.94	0.92	0.79
BSN	0.68	0.94	1.13	0.70	0.68	0.74
L'OREAL	0.47	0.55	0.60	0.57	0.53	0.51
MOET-HENNESSY	0.27	0.28	0.39	0.43	0.29	
ARJOMARI	0.67	0.76	0.75	0.73	0.55	0.84
PAPET. DE CLAIREFONTAINE	0.35	0.58	0.47	0.00		
ELM-LEBLANC	0.44	0.63	0.64	1.41	0.24	0.46
BACCARAT						0.23
WATERMAN	0.57	0.43	0.41	0.20	0.51	0.50
SALOMON		0.49	0.69	0.68	0.45	1.01
BENETEAU		0.95	1.44	0.96	0.64	0.57
ZODIAC		0.82	0.70	0.79	0.77	0.58

TABLEAU III

*MBA rapportées aux investissements
(1981-1986)*

	1986	1985	1984	1983	1982	1981
SNEA	1.32	1.38	1.78	1.51	0.91	0.95
ATOCHEM	0.86	0.76	1.58			
SANOFI	1.34	1.10	1.69	1.83	1.55	2.34
RHONE-POULENC	1.12	1.31	1.40	0.86	0.65	0.53
AIR LIQUIDE	1.16	1.55	1.51	1.69	1.36	1.09
LAFARGE-COPPEE	1.87	2.13	1.49	1.47	1.04	0.98
PECHINEY	0.74	0.68	1.43	0.58	-0.62	0.83
SAINT-GOBAIN	1.40	1.02	1.12	1.14	0.68	1.13
GENERALE DES EAUX	1.41	1.54	1.62	1.61	1.58	
LYONNAISE DES EAUX	1.63	1.19		1.21	0.79	0.93
SNECMA	2.09	2.42	2.50	1.21	0.42	
IBM-FRANCE	0.73	0.79	1.14	1.37	1.33	1.02
THOMSON-CSF	1.36	0.75	0.88	0.17	-0.40	0.74
JEUMONT-SCHNEIDER	1.83	1.61	0.81	1.61	1.53	1.52
TELEMECANIQUE	1.22	0.80	1.50	1.55	1.71	0.76
SOMMER-ALLIBERT	1.21	1.30	1.00	1.23	1.19	1.09
UNILEVER	1.23	1.02	1.25	1.07	1.09	1.27
BSN	1.47	1.06	0.88	1.42	1.47	1.35
L'OREAL	2.13	1.81	1.66	1.77	1.89	1.97
MOET-HENNESSY	3.70	3.54	2.55	2.32	3.48	
ARJOMARI	1.49	1.32	1.34	1.37	1.80	1.19
PAPET. DE CLAIREFONTAINE	2.89	1.74	2.13			
ELM-LEBLANC	2.28	1.59	1.57	0.71	4.19	2.19
BACCARAT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.28
WATERMAN	1.76	2.31	2.44	5.00	1.97	2.00
SALOMON		2.03	1.46	1.48	2.21	0.99
BENETEAU		1.05	0.69	1.04	1.57	1.75
ZODIAC		1.22	1.43	1.27	1.30	1.74

TABLEAU IV

Frais financiers nets rapportés aux chiffres d'affaires (1981-1986)

(en %)

	1986	1985	1984	1983	1982	1981
SNEA	-0.87	-0.88	-1.39	-1.89	-2.11	-0.96
ATOCHM	-3.67	-3.07	-3.76	-5.03	0.00	0.00
SANOFI	-1.60	-2.00	-2.40	-2.80	-2.50	-2.50
RHONE-POULENC	-2.89	-3.28	-4.11	-4.90	-5.67	-6.03
AIR LIQUIDE	-0.80	-0.40	-0.30	-0.90	-0.80	-0.30
LAFARGE-COPPEE	-2.90	-3.60	-4.75	-5.30	-6.90	-4.00
PECHINEY	-3.40	-3.15	-4.09	-5.14	-6.30	-4.80
SAINT-GOBAIN	-2.22	-3.19	-2.63	-3.27	-3.02	-3.32
GENERALE DES EAUX	0.39	0.47	0.59	0.67	0.35	0.32
LYONNAISE DES EAUX	0.40	-0.40	-0.30	-1.10	-0.70	-0.60
SNECMA	-2.30	-3.80	-4.90	-5.80	-3.90	0.00
IBM-FRANCE	-1.27	-0.98	-0.3	-0.38	0	0
THOMSON-CSF	3.30	0.25	-1.36	-2.00	0.00	0.00
JEUMONT-SCHNEIDER	0.80	-0.50	0.80	1.08	0.10	-0.20
TELEMECANIQUE	-1.20	-3.10	-2.70	-3.70	0.00	0.00
SOMMER-ALLIBERT	-3.11	-3.69	-4.20	-4.64	-5.35	-5.18
UNILEVER	0.11	0.03	-0.03	0.16	0.12	0.04
BSN	-1.42	-1.38	-1.26	-0.96	-1.70	-2.51
L'OREAL	-0.28	-1.49	-1.82	-1.93	-2.24	-2.51
MOET-HENNESSY	-3.09	-3.17	-4.17	-4.52	-4.64	-4.98
ARJOMARI	-0.67	-1.34	-1.91	-1.69	-2.99	-3.25
PAPET DE CLAIREFONTAINE	-1.70	-2.50	-2.90	-2.70	-3.03	-3.37
ELM-LEBLANC	-1.10	-0.75	-0.99	-0.96	-2.20	-3.30
BACCARAT	-0.68	-0.80	-1.01	-2.54	-4.46	-4.24
WATERMAN	-1.50	-1.36	-1.45	-1.65	-2.25	-2.00
SALOMON	0.00	-3.80	-2.84	-3.46	-4.53	-7.74
BENETEAU	0.00	-4.16	-3.69	-4.74	-5.76	-6.08
ZODIAC	0.00	-2.00	-3.10	-3.80	-3.10	-3.70

TABLEAU V

Capitaux permanents rapportés aux dettes à long et moyen terme (1981-1986)

	1986	1985	1984	1983	1982	1981
SNEA	6.22	5.58	4.49	3.61	3.67	3.67
ATOCHEM	3.59	2.68	2.33	1.70		
SANOFI	8.35	6.30	5.75	5.89	5.57	5.16
RHONE-POULENC	2.96	2.78	2.49	2.21	1.99	1.94
AIR LIQUIDE	3.24	5.69	4.17	4.60	4.62	4.81
LAFARGE-COPPEE	3.69	2.57	2.10	2.05	2.00	2.08
PECHINEY	2.43	2.58	2.60	2.24	1.88	1.56
SAINT-SOBAIN	2.67	2.25	2.36	2.37	2.46	2.97
GENERALE DES EAUX	4.82	6.08	5.81	7.87	7.72	8.41
LYONNAISE DES EAUX	7.28	5.38		6.20	5.95	6.72
SNECMA	1.51	1.39	1.35	1.28	1.32	1.47
IBM-FRANCE	0.00	0.00	0.00	0.29	0.30	0.37
THOMSON-CSF	5.24	1.97	1.98	1.81		
JEUMONT-SCHNEIDER	2.93	2.97	3.83	4.44	4.56	4.59
TELEMECANIQUE	6.38	4.73	4.38	4.15	3.47	3.09
SOMMER-ALLIBERT	2.32	2.60	2.17	2.32	2.25	2.18
UNILEVER	0.38	0.34	0.36	0.38	0.36	0.36
BSN	3.85	4.30	4.35	5.11	4.68	3.53
L'OREAL	5.75	6.34	4.28	4.72	4.92	4.20
MOET-HENNESSY	3.84	3.28	3.15	3.81	3.31	2.95
ARJOMARI	2.59	2.93	3.82	2.50	2.70	3.03
PAPET DE CLAIREFONTAINE	5.30	4.84	4.24	5.54	5.27	4.50
ELM-LEBLANC	5.52	4.42	4.95	4.09	3.52	2.79
BACCARAT	5.13	5.48	6.45	6.43	7.89	0.04
WATERMAN		7.18	5.43	4.81	4.71	4.35
SALOMON		5.86	4.66	5.88	4.51	3.06
BENETEAU		3.19	3.05	2.87	2.81	2.45
ZODIAC	3.33	3.33	3.00	3.33	2.86	2.50

TABLEAU VI

**Disponibilités rapportées aux chiffres d'affaires
(1981-1986)**

* (disponibilités/chiffre d'affaires)x1.000

	1986	1985	1984	1983	1982	1981
SNEA	180.58	128.23	145.80	149.90	171.23	140.17
ATOCHEN	14.64	20.44	19.50	14.77		
SANOFI	51.79	67.97	62.01	50.89	57.27	91.59
RHONE-POULENC	35.26	36.83	28.55	38.62	66.73	43.66
AIR LIQUIDE	106.64	148.31	142.06	130.77	98.28	133.12
LAFARGE-COPPEE	168.73	83.24	44.01	45.54	42.03	56.19
PECHINEY	76.30	64.51	48.97	61.70	54.97	45.58
SAINT-GOBAIN	121.89	73.14	73.34	37.59	24.33	36.33
GENERALE DES EAUX	33.06	27.97	35.66	36.46	35.16	52.73
LYONNAISE DES EAUX	243.12	167.73	129.56	100.13	82.90	59.05
SNECMA	53.45	9.78	15.39	22.52	22.89	0.00
IBM-FRANCE	22.42	25.93	28.13	34.57	14.98	11.18
THOMSON-CSF	51.90	77.78	24.95	30.79	0.00	0.00
JEUMONT-SCHNEIDER	56.33	47.74	48.15	19.59	9.51	9.41
TELEMECANIQUE	35.82	66.87	39.54	11.39	0.00	0.00
SOMMER-ALLIBERT	47.48	36.54	12.31	14.94	23.43	21.93
UNILEVER	189.01	88.21	68.99	69.72	57.49	58.29
BSN	38.37	50.64	53.71	58.22	58.89	59.25
L'OREAL	239.88	123.80	107.19	90.74	63.87	53.58
MOET-HENNESSY	131.66	144.62	151.00	96.83	61.25	30.15
ARJOMARI	112.77	72.47	12.60	5.30	11.63	9.63
PAPET. DE CLAIREFONTAINE	155.43	102.21	26.56	40.36	22.80	4.94
ELM-LEBLANC	42.80	62.79	1.32	13.79	12.26	13.80
BACCARAT	89.65	139.49	26.89	23.62	13.34	15.59
WATERMAN	46.23	47.92	58.94	54.23	53.33	25.15
SALOMON		373.80	218.39	237.29	206.80	71.00
BENETEAU		0.09	35.91	33.65	14.87	27.18
ZODIAC			16.46	12.18	16.97	9.73

L'ANALYSE PROPOSEE PAR LES INDUSTRIELS.

Les résultats que nous venons de présenter, en ce qui concerne les principales tendances de l'évolution du comportement des entreprises, méritent d'être complétés par l'analyse que nous ont proposée les industriels.

Deux points essentiels ont été mis en évidence au cours de nos entretiens avec des industriels:

- *Les entreprises éprouvent actuellement une réticence très nette à se lancer dans d'importants programmes d'investissements productifs.*
- *Elles s'orientent de plus en plus vers des opérations réalisées sur les marchés financiers, qui leur offrent d'intéressantes perspectives de développement.*

II. RETICENCE VIS-A-VIS DES INVESTISSEMENTS INTERNES.

Nous avons constaté, au niveau macroéconomique, que les investissements productifs étaient caractérisés par une très faible croissance, voire une complète stagnation dans certains secteurs.

Les entreprises que nous avons rencontrées ne sont certes pas toutes confrontées à ce problème de stagnation de leurs investissements. Mais un élément particulièrement frappant se dégage:

Les entreprises ont en général des disponibilités très excédentaires par rapport aux fonds qui sont employés dans des investissements productifs.

Les industriels analysent cette situation en des termes d'où se dégage un large consensus, même si quelques nuances sont perceptibles d'une entreprise à l'autre.

De nombreux facteurs interviennent dans le sens d'une limitation des investissements productifs:

- des éléments stratégiques, tout d'abord; les entreprises recentrent leurs activités sur un nombre limité de secteurs.
- des éléments financiers, ensuite: les exigences des entreprises en matière d'équilibre financier sont devenues beaucoup plus strictes. Par ailleurs, les critères de sélection des investissements se sont beaucoup durcis au cours des dernières années.
- des éléments plus qualitatifs, enfin: les entreprises ressentent la nécessité d'accompagner les investissements productifs par des investissements de nature différente, les investissements immatériels.

II-1. DES LIGNES STRATEGIQUES PLUS COHERENTES.

A des questions concernant les éléments qui motivent leurs décisions d'investissement, la première réponse des entreprises est presque invariablement la définition de leur stratégie.

II-11. Une stratégie qui commence par un recentrage vers les métiers de base de l'entreprise.

La décision de ne s'engager que dans des métiers qui correspondent à leur "vocation" a conduit les entreprises à recentrer leurs activités sur des secteurs plus ciblés.

***C'est la *fin des conglomérats*:**

Comme l'indique M.RUATTI, Directeur de la stratégie de Unilever-France, Unilever s'est développée, depuis sa création en 1930, en suivant une politique de conglomérat.

Certes, initialement, ce sont des raisons de synergie entre leurs activités, détergents et huile, qui ont incité deux sociétés à se regrouper, pour constituer l'entreprise Unilever.

Confrontée à une situation où elle avait beaucoup de disponibilités pour lesquelles elle devait trouver des emplois, Unilever considéra qu'elle devait investir dans les produits de grande consommation, vaste secteur... Dans les années 1970, le groupe était ainsi constitué d'une multitude de sociétés disparates. N'étant pas satisfaite des services qui existaient en la matière, Unilever avait par exemple créé sa propre agence de publicité ou sa propre agence de recherche en marketing. Puisqu'elle importait d'Afrique, Unilever voulut exporter en Afrique, au départ des produits alimentaires, puis des moteurs et des bicyclettes.

Vers la fin des années 1970, devant faire face à une concurrence accrue, Unilever décida de se recentrer sur certaines lignes forces. L'entreprise estima alors que sa vocation principale résidait, à l'intérieur de l'industrie de grande consommation, dans les produits destinés à la ménagère (produits alimentaires, détergents, produits de toilette) et distribués par les réseaux de grande distribution.

L'histoire de Unilever n'est qu'un exemple d'un phénomène très largement répandu depuis les années 1980-85.

* Les entreprises estiment en effet que ***pour être rentable sur un marché, il faut en être un professionnel et, généralement, y avoir une position dominante.***

Saint-Gobain s'intéresse essentiellement aux marchés de biens intermédiaires à fort contenu technologique où elle peut avoir une position de leader.

Unilever a abandonné le marché des yaourts pour la même raison. En effet, l'entreprise détenait 10% du marché avec la Roche aux Fées. Elle se trouvait ainsi en quatrième position derrière Gervais-Danone (BSN) (25% du marché), Yoplait (22%) et quasiment à égalité avec Chambourcy (Nestlé). Si les deux premières sociétés étaient très rentables, en revanche, les deux suivantes n'arrivaient pas à l'équilibre. Unilever a donc cédé la Roche aux Fées à Chambourcy, qui a pu renforcer sa position commerciale.

Cette même idée de taille minimum à avoir sur un marché pour y être rentable se retrouve dans les restructurations industrielles, qu'il s'agisse de la Chimie (avec la création d'Atochem en 1983 à partir de Ato-Chimie, Chloé-Chimie et PCUK), des Télécommunications (avec les accords CGE-ITT, CGCT-Matra-Ericsson) ou de bien d'autres secteurs.

Les entreprises de taille importante ont un avantage sur leurs concurrents plus petits quant aux fonds qu'elles peuvent consacrer par exemple à la recherche-développement ou à l'action commerciale (réseaux commerciaux, marketing, publicité).

Il existe naturellement des entreprises de petite taille qui ont un taux de rentabilité élevé. En général, elles se consacrent à un marché très spécifique ou très morcelé; elles peuvent également être en période de (re)démarrage et de forte croissance. De nombreux industriels nous ont signalé que la difficulté sur un marché n'était pas d'y être petit, mais le plus souvent d'y être de taille moyenne.

* Dans le même ordre d'idées, ***les entreprises qui envisagent des opérations de diversification, préfèrent rester dans des secteurs très proches de leur activité principale,*** dans des métiers qu'elles connaissent bien.

La SNECMA est passée du domaine militaire au domaine civil tout en restant dans son activité de construction de moteurs d'avions.

Salomon, spécialiste de la fixation de ski, s'est orienté vers la chaussure de ski puis vers le ski. Ces nouvelles activités mettaient certes en oeuvre des technologies différentes, mais restaient destinées au même marché, celui des sports d'hiver. La diversification de Salomon vers le golf, avec le rachat de Taylor Made, résultait du désir d'équilibrer les activités "sports d'hiver" du groupe par une activité "sport d'été", sans sortir du domaine des loisirs sportifs.

**** Cette politique de recentrage des activités des entreprises entraîne souvent des désinvestissements.***

Atochem et Péchiney indiquent que lors d'opérations de restructuration ou de recentrage des activités d'une entreprise, les premières mesures à prendre consistent à se séparer des secteurs qui perdent beaucoup d'argent. Il faut savoir "stopper les hémorragies".

Les entreprises cèdent ensuite les activités qui ne correspondent pas à la ligne stratégique du groupe. Quand Unilever prend le contrôle de Chesebrough Pond's, elle se sépare de Prince dont l'activité "raquettes de tennis", même en position de leader, n'est pas dans la ligne stratégique de Unilever.

Renault veut se recentrer sur l'automobile. Ses dirigeants décident donc d'arrêter l'activité de Bernard Moteurs et de Renault-Machines-Outils, et de céder Sotexo et les Fonderies et Ateliers de Saint-Satur.

Total abandonne ses activités dans le secteur des engrais en cédant la Cofaz au groupe norvégien Norsk-Hydro.

Si l'on sort du domaine purement industriel pour faire une incursion dans les services, on retrouve ce comportement. La Lyonnaise des Eaux se sépare progressivement de ses activités industrielles (cession de Trindel, Cochery, Forclum...) pour se recentrer sur les services.

II-12. La stratégie de l'entreprise comme premier critère de choix des investissements.

Lors de la définition de leurs investissements, les industriels déterminent en tout premier lieu les objectifs stratégiques de leur entreprise. Un investissement considéré comme **"indispensable"** pour la stratégie de l'entreprise sera effectué sans qu'aucune étude financière - dans le cas où de

tels calculs sont réalisés - ne puisse aboutir à un veto. L'entreprise n'étudie de manière approfondie que des projets d'investissement qui correspondent bien à sa stratégie.

De nombreux industriels font intervenir, dans leurs décisions d'investissement et dans leurs processus de choix, des distinctions suivant les différentes catégories d'investissement:

*** Les investissements indispensables à la poursuite de l'activité de l'entreprise, et non décalables dans le temps.**

J.M. OURY, conseiller du Président de la Compagnie Générale des Eaux, propose une caractérisation très synthétique et parlante des investissements indispensables. Ce sont ceux qui permettent de résoudre une "crise locale": la production, par exemple, ou le commercial se heurtent à un blocage insurmontable si ces investissements ne sont pas effectués. Un exemple assez frappant peut en être donné: une entreprise s'est vue dans l'obligation de réaliser immédiatement des réparations dans l'un de ses ateliers dont le plancher s'effondrait sous le poids des nouvelles machines automatisées.

Ces investissements peuvent être liés:

- à des grands contrats. L'Air Liquide doit parfois créer une nouvelle usine spécifiquement pour un client qui vient de lui passer un contrat important de fourniture de gaz industriels. Gaz de France doit étendre ses réseaux de transport et de distribution en fonction de ses nouveaux contrats d'approvisionnement et de fourniture. La Générale des Eaux et la Lyonnaise des Eaux sont liées par les engagements de renouvellement de réseaux qu'elles prennent vis-à-vis des collectivités locales.

- au renouvellement ou à la maintenance de l'outil de production. Il s'agit de remplacer des outils usés, inadaptés ou obsolètes. A moins de décider d'abandonner le marché du verre, Saint-Gobain ou Baccarat doivent remplacer périodiquement leurs fours.

- au renouvellement de la gamme de produits. Dans le secteur automobile par exemple, une entreprise qui ne présenterait pas régulièrement de nouveaux modèles, prendrait un risque très important de perdre des parts de marché. Pour que le produit mis au point par des années de recherche et développement puisse être lancé, il est indispensable d'investir dans une nouvelle chaîne de production.

-à la mise en conformité avec les règlements de sécurité ou les exigences sociales et écologiques. Ces investissements sont incontournables, comme l'expriment BSN, Péchiney ou Sanofi.

Certaines entreprises, comme la Lyonnaise des Eaux ou l'Oréal, ont tendance à retarder le plus possible des investissements de renouvellement, jusqu'à ce qu'il soit devenu absolument indispensable de les effectuer.

Les investissements que nous avons appelés ici "*indispensables*" sont des opérations pour lesquelles les chefs d'entreprise ne se posent pas de questions d'opportunité. Ils sont effectués dès qu'un moyen de financement est trouvé.

*** Les investissements pour lesquels une possibilité de choix existe.**

Il s'agit d'investissements qui correspondent bien sûr aux objectifs stratégiques de l'entreprise, mais qui ne présentent pas de caractère obligatoire d'après les critères que nous avons énoncés au paragraphe précédent.

Ces investissements sont destinés:

- à augmenter les capacités de l'entreprise sur les fabrications existantes,
- à permettre la fabrication de nouveaux produits,
- à accroître la productivité de l'entreprise.

La plupart des investissements réalisés actuellement sont des investissements de "productivité" dont le but est d'améliorer l'outil de production et de réduire les coûts de fabrication.

Les investissements de restructuration à grande échelle, qui conduisent à des suppressions d'emplois, en sont un exemple peut-être extrême, mais fréquent. Ces investissements comprennent des dépenses matérielles, si l'entreprise envisage de remplacer une vieille usine par une unité plus performante, mais également des coûts sociaux importants. La plupart des entreprises, telles Saint-Gobain ou BSN, cherchent en effet à trouver des solutions pour les employés licenciés, sous forme de préretraite, réinsertion dans le pays d'origine, stages de formation-reconversion, aide à l'installation individuelle...

Les investissements de type "capacité" et "nouveaux produits" ne sont envisagés que si une étude stratégique du marché donne des résultats favorables. De nombreux industriels, qu'il s'agisse d'Atochem, de Péchiney ou de BSN, nous ont indiqué qu'ils commençaient par faire une étude assez détaillée des points forts et des points faibles de leurs concurrents, afin de trouver la faille à exploiter. Ils s'appuient également beaucoup sur les perspectives d'évolution de la demande.

S'ils prévoient une augmentation de la demande, les industriels cherchent le plus souvent à faire appel à la sous-traitance, comme la SNECMA, Jeumont-Schneider ou la Télémécanique Electrique. Si l'augmentation de la demande se montre vraiment durable, alors les industriels envisagent une augmentation de leurs capacités.

Les investissements "capacité" et "nouveaux produits" n'ont heureusement pas totalement disparu!

Salomon, qui voulait se diversifier dans la chaussure de ski puis dans le ski, a créé de nouvelles unités de fabrication. Elm-Leblanc étend ses capacités de production tout en restant dans le secteur des chaudières. Cette société nous a par ailleurs indiqué ne pas pouvoir faire beaucoup appel à la sous-traitance car elle utilise une technologie et un savoir-faire qui lui sont propres.

Les grandes sociétés font elles aussi des investissements de capacité. Mais il y a eu suffisamment peu de créations d'usines depuis quinze ans pour que la presse parle beaucoup des quelques inaugurations et mises en route qui ont eu lieu ces dernières années. L'usine de Saint-Just pour BSN en est un exemple tout récent.

Il faut toutefois souligner qu'un certain flou règne sur la distinction entre investissements de productivité et investissement de capacité, les uns entraînant les autres et vice-versa.

Contrairement aux investissements "indispensables", les investissements "non indispensables" ne sont pas effectués en dépit de toute considération financière.

L'attention que portent les entreprises à leur structure financière, ainsi que les exigences de rentabilité et de temps de retour qui sont imposées à ces investissements, viennent en réduire le volume et conduisent à éliminer certains projets. L'étude de l'influence de ces éléments financiers sur les décisions d'investissement fait l'objet des deux paragraphes suivants.

II-2. DES EXIGENCES FINANCIERES ACCRUES.

Pendant longtemps, décisions d'investissement et problèmes de financement ont été déconnectés dans les entreprises.

Les grandes entreprises nationales en constituent l'exemple le plus frappant. Pour certaines d'entre elles, c'est encore le cas actuellement. Les enveloppes d'investissement étaient fixées sans que la question des ressources financières ne soit posée. Or, les besoins d'investissement des entreprises nationales étaient très lourds. Comme l'Etat accordait en dotations en capital des montants très inférieurs à ce qui était demandé et qu'un contrôle très strict, voire un blocage des prix, empêchait ces sociétés d'avoir des marges substantielles, elles ont donc eu massivement recours à l'emprunt, aboutissant à une structure financière très déséquilibrée entre fonds propres et endettement.

La plupart des entreprises du secteur concurrentiel, qu'elles soient publiques ou privées, nous ont indiqué qu'elles faisaient désormais extrêmement attention à leur structure financière. Ce comportement les a amenées à limiter leur volume d'investissement.

II-21. Un niveau d'endettement à ne pas dépasser?

Les objectifs que les entreprises se fixent, en matière d'endettement, sont devenus très stricts et sont scrupuleusement suivis.

Comme nous le verrons dans le paragraphe III-21. du chapitre II, consacré à la gestion de l'endettement, ***les entreprises prennent comme critères le poids de leurs frais financiers ou leur structure de bilan.*** Elles établissent ainsi des limites à ne pas dépasser à l'aide d'un ratio de frais financiers rapportés au chiffre d'affaires, ou bien d'endettement à long et moyen terme rapporté au capitaux permanents.

En fonction des objectifs qu'elles souhaitent atteindre, les entreprises déterminent:

- si elles doivent se lancer dans une politique de désendettement, et dans ce cas quel montant elles doivent y consacrer.
- ou bien si elles disposent d'un certain volant d'endettement supplémentaire.

Il faut cependant remarquer que ces limites fixées sur l'endettement, même si elles sont en théorie très strictes, peuvent dans certains cas particuliers être transgressées.

L'Air Liquide s'est fixé une limite très basse sur ses frais financiers, qu'il ne faut pas dépasser dans les opérations courantes d'investissement. Toutefois, pour des opérations exceptionnelles comme le rachat de Big Three, l'entreprise est allée au delà de la limite fixée.

Bénéteau, qui ressentait la nécessité d'augmenter ses capacités de production, a accepté d'accroître son ratio de frais financiers en 1985 et 1986, pour pouvoir construire deux nouvelles usines.

Ces deux entreprises souhaitent maintenant retrouver rapidement les valeurs optimales qu'elles s'étaient fixées.

II-22. Du niveau d'endettement à l'enveloppe de fonds disponibles pour des investissements.

* Détermination de l'enveloppe de fonds disponibles

Après avoir fixé la variation qu'elles peuvent envisager sur le volume de leur endettement, ainsi que les augmentations de capital qu'elles estiment souhaitables, les entreprises évaluent les fonds dont elles disposent pour leurs projets d'investissement.

Les augmentations éventuelles de capital et les variations algébriques du volume de l'endettement s'ajoutent à la marge brute d'autofinancement prévue pour l'exercice, pour constituer une enveloppe de fonds disponibles. La variation du besoin en fonds de roulement vient augmenter cette enveloppe si elle est négative (réduction des besoins en fonds de roulement).

Nous avons constaté chez les industriels un effort important pour diminuer leurs besoins en fonds de roulement, point dont nous reparlerons au paragraphe II-4. En règle générale, on observe une quasi-stabilisation des besoins en fonds de roulement, qui ne sont plus artificiellement gonflés par l'inflation.

L'enveloppe de fonds disponibles peut alors être utilisée pour des investissements.

Le processus que nous venons de décrire quant à la détermination de l'enveloppe de fonds disponibles, souffre naturellement quelques exceptions.

Certaines entreprises, comme la Lyonnaise des Eaux ou l'Oréal, ont un cash-flow qui excède très nettement leurs besoins d'investissement. Elles ne se fixent donc pas d'enveloppe à ne pas dépasser dans leurs opérations d'investissement. Ces entreprises se fondent plutôt sur un rythme annuel d'investissement qu'elles observent depuis plusieurs années et qu'elles jugent normal. Ce rythme est parfois dépassé lors de très grosses opérations présentant un caractère exceptionnel.

D'autres entreprises, un peu moins excédentaires en flux de trésorerie, estiment qu'un investissement très rentable peut toujours être financé. Ainsi, des sociétés comme l'Air Liquide, BSN, Elm-Leblanc ou Zodiac, ne veulent pas limiter leurs investissements pour des questions de niveau d'endettement. Peut-être ce comportement s'explique-t-il par l'importance des capacités d'endettement potentielles de ces entreprises?

* Influence du niveau des taux d'intérêt sur l'enveloppe destinée aux investissements.

Les industriels que nous avons rencontrés ont souligné que l'impact de l'augmentation des taux d'intérêt réels sur cette enveloppe revêt plusieurs formes.

Tout d'abord, une hausse des taux d'intérêt réels, en accroissant le poids des charges financières sur la rentabilité de l'entreprise, réduit la marge brute d'auto-financement. De plus, les frais financiers "réels" augmentent et les limites acceptées en terme de taux d'endettement baissent, avec une répercussion immédiate sur la politique d'endettement de la société.

Des taux d'intérêt réels élevés sont donc un facteur très limitatif pour l'enveloppe potentielle d'investissement.

*** Les PME sont-elles défavorisées par rapport aux grandes entreprises?**

La réforme des marchés financiers, qui donne aux entreprises accès au marché monétaire et qui favorise la concurrence bancaire, permet de diminuer le coût des financements des grandes entreprises. Celles-ci obtiennent à la fois sur les crédits spots et sur les billets de trésorerie des taux inférieurs d'un huitième de point environ au taux du marché monétaire.

En ce qui concerne les PME, nous n'avons étudié que des entreprises de taille relativement importante, puisque leurs chiffres d'affaires dépassaient 200 MF. Ces entreprises sont en mesure d'émettre des billets de trésorerie si elles le souhaitent. C'est le cas de Salomon. Bénéteau ou Clairefontaine ont indiqué leur intention d'avoir bientôt recours à ce moyen de financement. Par ailleurs, de nombreuses banques, poussées par la faiblesse de la demande de crédit, leur proposent des conditions avantageuses, notamment sur les crédits spots que ces entreprises utilisent abondamment.

Les PME performantes se financent en général à des taux supérieurs d'un demi-point au taux du marché monétaire. La restriction des prêts bonifiés n'est donc pas pénalisante pour ces entreprises.

Les écarts de taux que subissent les PME performantes par rapport aux grandes entreprises ont plutôt eu tendance à diminuer. Ils sont d'ailleurs en partie compensés par la rentabilité en général plus élevée des PME.

II-3. DES CRITERES DE CHOIX PLUS SEVERES.

L'enveloppe des fonds disponibles pour les investissements d'un exercice, que les industriels déterminent à partir de considérations sur leurs ressources propres et sur leur endettement, représente la limite supérieure du volume des investissements de cet exercice.

Dans beaucoup d'entreprises, l'ensemble des idées d'investissement conduirait à des dépenses dépassant la limite fixée, si tous les projets étaient réalisés. Il faut donc éliminer certains projets en tenant compte du fait que les investissements indispensables seront réalisés en priorité.

Les industriels ne se contentent pas de leur perception intuitive. Dans la plupart des cas, les projets d'investissement jugés très intéressants par rapport à la stratégie de l'entreprise, sont soumis à une analyse financière.

Seuls les éléments stratégiques constituent des critères positifs de choix, c'est-à-dire qu'ils permettent d'élaborer un projet d'investissement et d'envisager de le réaliser. En revanche, les critères financiers sont des critères négatifs: ils servent à éliminer certains projets d'investissement.

Les critères financiers, qu'il s'agisse d'un taux de rentabilité minimum ou d'un temps de retour maximum, se sont beaucoup durcis au cours des cinq dernières années. Comme nous le verrons plus loin, cette augmentation de leur niveau d'exigence conduit parfois les industriels à retenir un volume d'investissements notablement plus faible que la limite supérieure qu'ils s'étaient initialement fixée.

II-31. Des critères financiers très stricts permettent d'éliminer de nombreux projets.

II-311. Quasiment tous les industriels que nous avons rencontrés, contestent la valeur de ces critères.

Leur principal argument tient dans la difficulté de faire un calcul précis de rentabilité et de temps de retour. D'ailleurs, nous font-ils remarquer, lorsque des contrôles a posteriori sont effectués, ce qui n'est pas souvent le cas, ils constatent la plupart du temps un écart entre valeurs estimées et valeurs réalisées.

Des sociétés comme l'Oréal ou Elf-Aquitaine affirment qu'il est totalement illusoire de vouloir faire un calcul de rentabilité sur de très gros investissements.

Lors d'une création d'usine par exemple, les prévisions de coûts et de gains dépendent de très nombreux éléments: demande, taux de change, cours des matières premières... Il est très difficile de prendre en compte, dans les calculs, les incertitudes qui pèsent sur tous ces facteurs. On ne peut travailler que sur différentes hypothèses. Pour les gros investissements donc, les critères stratégiques prédominent.

En revanche, des entreprises de taille moins importante, comme Bénéteau ou Elm-Leblanc, adoptent une attitude opposée. Elles estiment que des calculs très poussés de rentabilité seraient beaucoup trop coûteux pour de petits investissements. Seuls les gros investissements sont soumis à une analyse financière. Une création d'usine est ici un exemple typique de gros investissements.

Il ne faudrait pas en déduire que PME et grands groupes se comportent de manière différente sur ce point. En effet, les ordres de grandeur n'étant pas les mêmes, un gros investissement dans une PME représente probablement un investissement moyen, voire petit, dans un grand groupe.

Certains dirigeants, chez Atochem par exemple, indiqueront peut-être qu'ils utilisent très souvent des critères d'appréciation des projets d'investissements beaucoup plus subjectifs que rentabilité et temps de retour. L'expérience leur permet de se faire très rapidement sur un projet une opinion plutôt favorable, ou plutôt défavorable.

Dans la plupart des entreprises cependant, les responsables d'unité savent qu'en-dessous de tel taux de rentabilité ou au-delà de tel temps de retour, un projet d'investissement sera rejeté. ***Les critères de rentabilité et de temps de retour font, en quelque sorte, partie de la culture de l'entreprise.***

Les projets qui sont examinés au niveau d'une direction générale ont été triés au préalable dans les unités opérationnelles. Ils ont déjà été soumis à un calcul de rentabilité et ne sont présentés pour approbation au niveau supérieur que s'ils satisfont aux critères communément admis dans l'entreprise.

Bien sûr, un calcul de rentabilité peut être truqué. Il est toujours facile, en jouant sur quelques paramètres, d'obtenir la valeur que les dirigeants attendent. Les chefs d'entreprise ont toutefois constaté, comme chez Télémécanique, que lorsque les chefs d'unité avaient effectivement la responsabilité entière de leur unité, ils faisaient très attention à ne retenir que des investissements parfaitement justifiés. Jugés sur leurs résultats, ils avaient bien les mêmes objectifs qu'un chef d'entreprise.

Malgré les inexactitudes ou incertitudes qui peuvent entacher les calculs de rentabilité et de temps de retour, ces analyses sont en fait la plupart du temps effectuées. Elles fournissent des critères, qui en tant qu'ordres de grandeur, sont largement utilisés par les entreprises pour éliminer un certain nombre de projets d'investissement.

Le point le plus frappant est la très grande concordance entre les valeurs de rentabilité et de temps de retour que les industriels disent juger acceptables.

II-312. Les industriels exigent des taux de rentabilité très élevés.

Mais tout d'abord, qu'appellent-ils taux de rentabilité? Les industriels utilisent classiquement quatre types de définition:

- le taux de rendement calculé en rapportant à l'investissement initial la valeur actuelle des recettes futures engendrées par cet investissement. C'est cette méthode qui a été le plus souvent citée.

- le taux de rentabilité interne, ou taux d'actualisation qui permet d'égaliser la valeur actuelle des recettes futures à l'investissement initial. Le taux de rentabilité interne est équivalent à un taux moyen de rendement de l'investissement sur la période en question.

Cette définition est utilisée par des sociétés comme la Générale des Eaux, la Lyonnaise des Eaux ou Péchiney.

- le taux de rendement obtenu en rapportant le résultat brut d'exploitation dégagé par un investissement à la valeur de cet investissement. Atochem, partisan de cette méthode prend comme définition du R.B.E. la somme du résultat d'exploitation dégagé par l'investissement et des amortissements en déduisant les frais financiers d'exploitation (sans tenir compte des frais financiers long terme).

- le taux de rendement obtenu en rapportant l'"operating margin", ou résultat d'exploitation dégagé (i.e. après amortissements et avant frais financiers) à l'actif utilisé (investissement + besoin en fonds de roulement). Cette dernière méthode est utilisée notamment par Rhône-Poulenc.

Les entreprises qui préfèrent calculer la rentabilité d'un investissement à partir du résultat d'exploitation, critiquent les méthodes d'actualisation en développant deux arguments. D'une part, il est très difficile de connaître la valeur résiduelle de l'équipement acquis qu'il faut retenir pour le calcul de rentabilité. D'autre part, les hypothèses d'environnement financier parfait qui justifient l'utilisation de méthodes d'actualisation ne sont pas vérifiées.

C'est pourquoi de nombreuses entreprises ne se limitent pas à un calcul de taux de rendement actualisé et à la fixation d'une valeur minimale de rendement à ne pas dépasser. La Générale des Eaux, la Lyonnaise des Eaux, Atochem ou Saint-Gobain examinent année par année si les recettes dégagées par un investissement suffisent à couvrir les dépenses qu'il entraîne. Ce concept de "*cash-in, cash-out*", ou de rentabilité en trésorerie de l'investissement leur paraît tout à fait essentiel.

Nous avons constaté que **les valeurs exigées pour les taux de rentabilité des investissements avaient notablement augmenté au cours des cinq dernières années**. Selon que l'on parle d'un taux de rentabilité avant ou après frais financiers, avant ou après impôt sur les sociétés, par rapport à l'investissement total ou par rapport aux fonds propres engagés, les valeurs qui nous ont été données fluctuent un peu.

Mais si l'on fixe une définition homogène pour toutes les entreprises, on obtient une très grande cohérence dans les chiffres annoncés. Avec un écart très faible entre les réponses, les taux de rentabilité exigés avant frais financiers, avant impôt et par rapport à l'ensemble du capital investi, sont au minimum de 25%. Par rapport aux fonds propres investis, le taux de rentabilité demandé est au minimum de 30%.

Il existe quelques exceptions concernant des investissements très sûrs à long terme. Dans un contrat de fourniture de gaz industriels, dont la rémunération est fixée sur une durée supérieure à 15 ans, l'Air Liquide demandera un taux de rentabilité minimum de 15% seulement (avant frais financiers et impôts). Il en est de même pour la Générale des Eaux dans des contrats de concession pour l'exploitation d'un réseau de distribution d'eau ou de mini-centrales électriques.

Les taux de rentabilité des investissements ne sont pas directement comparés au coût des financements. Les industriels incluent désormais une notion de risque qu'il faut couvrir et de niveau de profit à réaliser pour assurer la croissance de leur entreprise. Contrairement peut-être à ce qui se produisait il y a 5 ou 10 ans, ils n'acceptent plus des investissements dont le taux de rentabilité n'excède que de peu le coût des financements.

L'époque où les entreprises réalisaient tous les investissements qu'elles "pouvaient se payer" semble révolue.

II-313. Les temps de retour demandés sont devenus très courts.

Alors que les temps de retour acceptés dépassaient presque toujours 5 ou 6 ans en 1980, les industriels exigent aujourd'hui des temps de retour de 1 à 3 ans, pour des investissements de même nature. Là encore la concordance des réponses est frappante. Les seules exceptions à la règle concernent de très gros projets, amortissables sur de longues durées.

Saint-Gobain par exemple demande un temps de retour de 2 ans sur un petit projet, de 4 ans sur un gros projet industriel et de 6 ans pour un investissement vraiment stratégique, quasiment assimilable à un ***"investissement indispensable"***, d'après la terminologie utilisée au chapitre II-1. Mais dans ce même chapitre, nous avons souligné que les seuls investissements effectués actuellement étaient le plus souvent des investissements de productivité...

La brièveté des temps de retour acceptés n'est pas seulement liée à la rapidité avec laquelle les équipements deviennent obsolètes. L'Air Liquide exige des temps de retour de 3 ans sur des investissements dont la durée de vie est de l'ordre de 10 à 15 ans. Ces temps de retour sont plutôt à rapprocher des durées sur lesquelles les entreprises planifient leur évolution à l'heure actuelle. La planification stratégique reste un élément essentiel dans les décisions d'investissement.

BSN qui bénéficie de la stabilité du marché de l'agro-alimentaire, métier peu soumis aux aléas de la conjoncture, réussit à faire une planification à 5 ans. Mais la plupart des entreprises nous ont indiqué qu'elles se limitaient maintenant à des plans à 3 ans.

Dans le cas de projets industriels lourds, dont la durée de vie excède 15 à 20 ans, des entreprises comme Elf-Aquitaine font des plans à relativement long terme, mais savent à quel point ces plans sont sujets à caution. D'autres comme Péchiney, abandonnent tout simplement l'idée de faire des prévisions se rapportant à l'ensemble de la durée de vie des équipements.

Temps de retour et taux de rentabilité sont des notions très liées. Elles ont cependant des significations différentes. Pour Atochem, le temps de retour représente la survie à court terme de l'entreprise. Les nouveaux investissements dégageront-ils une trésorerie suffisante pour que l'entreprise puisse faire face à ses dettes ? Le taux de rentabilité représente la capacité de l'entreprise à générer des fonds suffisants pour assurer sa croissance dans le futur.

Pourquoi constate-t-on une augmentation des taux de rentabilité acceptés, ou de façon similaire un raccourcissement des temps de retour attendus ?

Même si l'on modère les chiffres annoncés en indiquant que les valeurs obtenues a posteriori, après contrôle, sont en général sensiblement inférieures aux valeurs données tant que l'investissement en était au stade de projet, ces critères restent très stricts et se sont indéniablement durcis.

Certains industriels voient directement un lien entre la brièveté des temps de retour exigés et le niveau des taux d'intérêt réels. Cette relation est parfois présentée de façon très mécanique: la hausse des taux d'intérêt réels vient augmenter les coefficients d'actualisation dans les calculs de rentabilité et de temps de retour. Les horizons avec lesquels les entreprises travaillent sont donc de plus en plus courts. MM. ALBY, Président de Gaz de France, et MINC, Directeur Général de Cérus, insistent tout particulièrement sur ce point.

D'autres sociétés, cependant, citent plutôt comme facteur explicatif, l'incertitude qui porte sur la demande et les taux d'intérêt, de change ou d'inflation.

II-32. Des facteurs techniques qualitatifs s'ajoutent aux critères quantitatifs pour limiter les investissements.

En dehors de toute considération financière, de nombreuses entreprises se sentent incapables d'investir dans de bonnes conditions au-delà d'un certain rythme. La Financière Agache ou Sommer-Allibert estiment qu'elles investissent beaucoup et que leur potentiel humain ne leur permettrait pas de bien gérer un volume d'investissement plus important.

Il faut en effet:

- maintenir une sélection très stricte des projets d'investissement.
- s'assurer que l'investissement sera étudié puis réalisé dans de bonnes conditions. Cela suppose qu'il y ait suffisamment de personnel qualifié pour s'occuper de chaque étape de l'investissement, depuis la définition jusqu'à la mise en service.
- s'assurer que l'équipement mis en place sera bien utilisé, donc que le personnel nécessaire aura été formé en temps voulu.

Ce facteur "potentiel technique ou humain" a une influence limitative tout à fait appréciable sur les investissements des entreprises qui n'ont pas à faire face à une contrainte financière.

II-33. Conséquence de l'application de ces critères sur l'enveloppe d'investissements retenue.

*** De nombreuses entreprises ont des disponibilités excédentaires par rapport aux investissements réalisés.**

Les critères de sélection que nous venons d'exposer sont suffisamment stricts pour que certaines entreprises retiennent moins d'investissements que ce qui était initialement envisagé dans l'enveloppe de fonds disponibles. Soit ces entreprises manquent d'idées d'investissement très rentables, soit elles ont prévu de consacrer ces fonds à d'autres types de dépenses ou d'opérations, ce que nous verrons par la suite.

Des sociétés comme l'Oréal, la Générale des Eaux, ou la Lyonnaise des Eaux, dont les besoins en investissements matériels sont faibles, se situent dans le premier cas.

Saint-Gobain ou BSN en revanche, doivent consacrer des fonds importants aux investissements productifs. Ces entreprises gardent cependant des marges de manoeuvre pour réaliser d'autres opérations.

*** D'autres entreprises sont encore limitées par des contraintes financières.**

Ces sociétés utilisent entièrement leur enveloppe de fonds disponibles pour réaliser des investissements productifs. La SNECMA ou Péchiney auraient bien d'autres projets d'investissement à effectuer si elles pouvaient y consacrer des fonds plus importants.

Les entreprises qui sont dans ce cas connaissent en général une situation financière plus difficile que les entreprises citées au paragraphe précédent. Assez souvent elles sont encore en phase de redressement. Elles doivent consacrer une partie importante de leur marge brute d'autofinancement à des opérations de désendettement, afin d'atteindre les ratios de frais financiers ou de structure d'endettement qu'elles se sont fixés.

Entre 1983 et 1987, le nombre d'entreprises limitées dans leurs investissements par des contraintes financières a considérablement diminué. La plupart des sociétés que nous avons rencontrées ne se trouvaient pas dans ce cas ou ne s'y trouvaient plus.

II-4. UNE NOUVELLE FACON D'INVESTIR: LES INVESTISSEMENTS IMMATERIELS OU L'INDISPENSABLE PREPARATION DES INVESTISSEMENTS MATERIELS.

**** L'amélioration de l'outil de production ne repose pas seulement sur les investissements productifs.***

Les entreprises consacrent des moyens de plus en plus importants à des investissements plus qualitatifs. On assiste ainsi à une évolution de la nature des investissements. Il s'agit par exemple de rendre plus performante l'organisation de la production ou l'organisation commerciale, d'atteindre un niveau plus élevé de qualification du personnel ou de qualité des produits.

Ces investissements que l'on appelle "immatériels", par opposition aux investissements "matériels" en équipements productifs, sont généralement caractérisés par:

-leur nature: Recherche et développement, marketing et publicité, informatisation, formation professionnelle nécessitent beaucoup plus des efforts de réflexion que des achats de matériels. Il s'agit en quelque sorte d'investissements en "matière grise".

-leur traitement comptable et fiscal: Ils ne sont pas considérés comme des investissements, amortissables sur plusieurs années, mais comme des charges de l'exercice.

Les entreprises éprouvent souvent quelques difficultés pour déterminer précisément le montant de ces investissements, qui ne représentent pas un poste bien défini dans les documents comptables, et qui sont la plupart du temps associés à des investissements productifs.

Les outils disponibles pour les calculs de rentabilité ne sont pas adaptés à ces investissements, qui sont le plus souvent effectués sans que l'on sache évaluer leur rentabilité.

**** Les investissements immatériels deviennent indissociables des décisions d'investissement productif. Ils interviennent à la fois en amont et en aval des investissements productifs.***

En amont:

-**La recherche et développement** représente des dépenses très importantes pour de nombreux secteurs industriels. Dans le secteur Pharmacie-Parapharmacie, Sanofi consacre 7% de son chiffre d'affaires à la R&D, contre 5.5% aux investissements matériels. De même, les dépenses de l'Oréal en R&D excèdent notablement les investissements productifs. A la SNECMA, les dépenses de R&D représentent presque le double des investissements industriels (10% du chiffre d'affaires contre 5.3% en 1985).

-**Le marketing**, orienté vers la définition des axes stratégiques de développement de l'entreprise, ou de produits adaptés à la demande, constitue une partie non négligeable de l'ensemble des dépenses marketing-publicité dont nous parlons ci-dessous.

En aval:

-**Le marketing commercial**, la publicité et la promotion des produits prennent une importance considérable dans le secteur des biens de consommation courante. Chez l'Oréal, les dépenses de publicité et de promotion représentent plus de 12% du chiffre d'affaires, dépassant largement la R&D et les investissements matériels. Chez Waterman également, les dépenses de publicité excèdent sensiblement les montants consacrés aux investissements physiques.

-**Les réseaux de distribution et de service après-vente** se développent, notamment à l'étranger, entraînant des dépenses croissantes.

De façon permanente:

-**La formation professionnelle** a un rôle très important en amont et en aval des investissements productifs. On l'associe souvent à la performance technique et commerciale de la société, ou à la qualité des produits.

Mais, même chez IBM, réputé pour la qualité de la formation professionnelle assurée, celle-ci représente des montants relativement faibles par rapport aux fonds consacrés à la R&D et à l'action commerciale. Elle constitue 13% de la masse salariale, soit moins de 2% du chiffre d'affaires. On constate donc que les moyens qu'il faut consacrer à la formation professionnelle pour obtenir de très bons résultats, ne sont pas considérables.

-Les dépenses en équipement informatique, télématique et bureautique ont augmenté de façon vertigineuse dans les entreprises, même si 1986 a vu un ralentissement de cette croissance.

En matière de gestion par exemple, tous les secteurs (production, commercial, personnel, finance) sont concernés par cette vague déjà ancienne d'informatisation. Dans le domaine financier, auquel nous avons plus particulièrement eu l'occasion de nous intéresser, les centres de gestion de trésorerie ou les tables de changes des grandes entreprises comme Saint-Gobain, Gaz de France, BSN et bien d'autres, n'ont rien à envier à ceux existant dans les banques. Les équipements utilisés, presque exclusivement constitués de matériel informatique, sont tout à fait similaires et tout aussi performants.

* Les investissements immatériels incluent de nombreuses actions sur **l'organisation de l'entreprise**, notamment sur l'organisation de la production. En effet, pour améliorer leur compétitivité, les entreprises s'efforcent de diminuer leurs coûts en mettant maintenant l'accent sur la réduction des besoins en fonds de roulement. De plus, toute diminution du besoin en fonds de roulement permet de dégager des fonds que l'entreprise pourra utiliser pour des investissements productifs ou pour d'autres types d'opérations. Les volumes de stocks et d'encours sont un élément sur lequel une modification d'organisation peut avoir une influence considérable.

Dans un ouvrage intitulé *Produire juste à temps* (56), J.BOUNINE-CABALE décrit l'action qu'a menée l'Oréal en matière d'organisation de la production. Bien d'autres sociétés comme Zodiac, Elm-leblanc, ou Baccarat par exemple, s'attachent à transformer leur organisation. Elles mettent en place des méthodes de production "à la japonaise", qui visent à réduire les temps de fabrication, les encours et les stocks, et à augmenter la qualité. Kanban, flux tendus, sont des mots de plus en plus employés.

La diminution des stocks est une question essentielle pour Moët-Hennessy. En effet, pour laisser le vin vieillir dans de bonnes conditions, Moët-Hennessy doit constituer des stocks de bouteilles de champagne représentant trois années de ventes. L'entreprise travaille donc à l'heure actuelle à la mise au point d'un système de vieillissement accéléré du vin.

La réduction des stocks présente bien sûr des limites. Salomon, Zodiac, Bénéteau ou les Papeteries de Clairefontaine, dont les activités sont très saisonnière, doivent constituer un certain niveau de stocks de produits finis pour pouvoir faire face aux pointes de demande à certaines périodes de l'année.

* La nécessité pour une entreprise de faire de nombreux investissements immatériels avant, pendant et après un investissement productif, constitue probablement une prise de conscience récente. Ce nouveau comportement a peut-être pour conséquence immédiate de réduire le rythme auquel l'entreprise investirait si elle ne se préoccupait que de matériel de production.

Mais cette influence limitative est largement compensée par une meilleure utilisation des équipements mis en place et par la génération de nouvelles idées d'investissement qu'entraînent recherche et développement, action commerciale et formation professionnelle.

III. DEVELOPPEMENT DES PLACEMENTS FINANCIERS.

Comme nous venons de le souligner, les entreprises ont des disponibilités excédentaires par rapport à l'ensemble des investissements industriels qu'elles décident de réaliser.

Nous avons cherché à déterminer comment les entreprises employaient ces fonds disponibles. Nous avons constaté qu'elles s'orientaient de plus en plus vers des investissements d'une nature différente des investissements productifs.

Au risque de choquer certains, nous convenons d'appeler "**placements financiers**", ces investissements qui

- d'une part, reposent sur des opérations financières,
- d'autre part, n'accroissent pas le capital productif de l'ensemble de l'économie.

Le désendettement auquel les entreprises consacrent des sommes importantes constitue la première étape. Puis viennent **les matelas de trésorerie** qui sont des placements financiers sans objectif stratégique immédiat. **La croissance externe** enfin, est un placement financier avec vision stratégique.

Nous avons résumé sous forme d'une petite histoire le processus selon lequel les entreprises s'orientent vers les placements financiers. Ce scénario est représentatif du comportement de la plupart des entreprises que nous avons rencontrées.

A l'instant où nous faisons connaissance avec l'entreprise A, celle-ci est dans une situation très difficile. Ses résultats sont négatifs, elle n'est pas en mesure de financer l'ensemble des investissements qu'elle voudrait réaliser. Sa première action va être de **stopper les hémorragies** en se séparant de certaines filiales. En même temps, elle va décider de n'autoriser que les investissements qu'elle juge indispensables, notion que nous avons présentée dans la partie précédente.

A l'étape 1, l'entreprise A commence à se redresser. Ses marges de manoeuvre deviennent plus importantes. Elle peut non seulement financer un plus grand nombre d'investissements, mais aussi commencer à constituer un **matelas de trésorerie** pour prévenir tout nouveau retournement de conjoncture. Les investissements qu'elle réalise offrent tous d'excellentes rentabilités.

A l'étape 2, la situation financière de l'entreprise A s'est beaucoup améliorée. Elle peut financer les uns après les autres des investissements très rentables, notamment de productivité. Comme le niveau de rentabilité qu'elle exige est très élevé, arrive le moment où la liste des projets d'investissements internes va s'épuiser.

Depuis l'étape 1 et jusqu'à la fin de l'histoire, l'entreprise A mène une politique constante de désendettement afin d'alléger sa structure bilantielle.

A l'étape 3, l'entreprise ne trouve plus d'opportunités d'investissements internes suffisamment rentables. Cependant sa situation financière est devenue tout à fait convenable. L'entreprise entreprend alors de créer une cagnotte ou *"trésor de guerre"* qui, non seulement offre d'excellents rendements, mais surtout permet de pouvoir saisir rapidement des opportunités de croissance externe.

Nous nous proposons d'étudier dans un premier temps les motivations qui incitent les entreprises à rechercher les opérations de croissance externe. Nous examinerons ensuite les moyens à mettre en oeuvre pour réaliser ces politiques de "placements financiers" au sens que nous avons défini et enfin, les avantages que présentent, par rapport aux investissements internes, ces "placements financiers".

III-1 CROISSANCE EXTERNE: LES MOTIVATIONS DES INDUSTRIELS.

III-11. Des contraintes commerciales.

En plus des contraintes de rentabilité et de risque déjà évoquées dans le chapitre II de la partie B, les industriels sont aujourd'hui soumis à des contraintes commerciales très fortes, qui les incitent à privilégier la croissance externe au développement interne.

III-111. Compenser la faiblesse de la demande en rachetant des concurrents.

* Un marché en stagnation.

Conséquence de la faiblesse de la demande mondiale, les capacités de production sont généralement excédentaires malgré les efforts de restructuration déjà entrepris.

Ainsi la croissance de Moët-Hennessy n'est limitée ni par des facteurs de production, ni par des facteurs financiers, ni par les capacités commerciales de l'entreprise, mais bien par la croissance des marchés.

Racheter des concurrents dont on peut fermer les unités de production permet un certain assainissement du marché.

Pour Zodiac, l'acquisition récente de Air Cruisers aux Etats-Unis n'est pas motivée par l'acquisition de parts d'un marché sur lequel Zodiac possède déjà une position dominante (35% du marché mondial). Cependant le rachat de concurrents suivi par la fermeture de leurs unités de production lui permet d'augmenter le volume de sa propre production, qu'il juge de meilleure qualité.

Chez Sanofi, dont la croissance rapide a été réalisée jusqu'à présent par croissance externe, la plupart des laboratoires et entreprises rachetées possédaient leurs unités de production. Cependant, ces capacités étaient jugées soit obsolètes, soit mal construites. De nombreuses fermetures ont fait passer le nombre d'unités de production de onze en 1974 à cinq en 1987 et probablement trois à terme.

Autre conséquence de la stagnation des marchés, les chefs d'entreprise qui estiment que leur vocation est d'assurer la pérennité et la croissance de leur entreprise (ainsi que la création d'emplois comme le soulignent Salomon et BSN) sont contraints de repousser sans cesse les frontières de leur entreprise.

Pour Sanofi, une gestion performante entraîne à cause des nécessaires progrès de productivité sur un marché fortement concurrentiel, une réduction des effectifs et transforme ainsi l'entreprise en peau de chagrin. Toute absence de réaction du chef d'entreprise provoquerait sans doute la dispersion des équipes présentes.

*** L'effet taille : un atout essentiel.**

Comme nous l'avons souligné plus haut, les entreprises ont aujourd'hui besoin d'une taille importante pour pouvoir jouer un rôle de leader. A moins de se spécialiser dans ce qui est couramment appelé **les niches technologiques** que M. BOLLORE décrit comme **ce qui est trop petit pour les gros et trop technique pour les petits**.

De même pour M. GAUTIER, Vice Président de BSN, l'écart de taille entre Général Foods, Unilever et Nestlé (qui pèsent chacun environ 25 milliards de dollars) et BSN (qui atteint 8 milliards de dollars) justifie le fait que, sans négliger pour autant la construction d'unités ultra-modernes (telles que celle récente de Saint-Just), le développement de BSN passe nécessairement par une politique active de croissance externe.

L'analyse est la même chez Unilever, comme nous l'avons vu à propos du marché des yaourts.

En outre, il est important de pouvoir utiliser et valoriser les compétences en matière de recherche-développement du groupe, soit sur un marché plus important en volume (acquisitions de parts de marché), soit sur de nouveaux marchés (diversification) nous explique-t-on chez L'Oréal, Sanofi et Salomon.

Enfin, pour des groupes tels que la Générale des Eaux et Sanofi, l'acquisition de **matière grise**, lors de ces opérations, permet de stimuler les équipes présentes.

III-112. Des coûts d'acquisition avantageux.

Par ailleurs, dans un tel contexte de demande faible, il apparaît clairement que le coût d'acquisition des parts de marché est notablement inférieur au coût de création de ces parts de marché, souligne M. MINC, Directeur Général de Cérus.

Par exemple, l'acquisition de AEG Telefunken par Thomson a coûté 75 millions de DM, alors qu'au moment de la prise de décision, les dirigeants de Thomson estimaient le coût de création à environ 400 millions de DM, rapporte M. AUBIN, Directeur Financier de Thomson.

De plus la brièveté des temps de retour qu'exigent les industriels pour leurs investissements impose des délais de mise en oeuvre très courts, afin d'avoir des unités directement opérationnelles.

Pour la plupart de nos interlocuteurs, il semble alors plus judicieux d'acheter une usine immédiatement opérationnelle, qu'il s'agit d'améliorer la productivité plus tard, que d'attendre deux ans la construction d'une usine ultra-moderne. Enfin, une telle acquisition permet l'accès immédiat à des capacités commerciales (un réseau de distribution et une connaissance des marchés) de manière rapide et sûre, alors que d'une manière générale, les performances commerciales ne sont pas considérées comme un atout majeur des entreprises françaises.

D'ailleurs, M. COSSE, Directeur du secteur Grandes Entreprises de la BNF, souligne l'incapacité des entreprises françaises à opérer des redéploiements commerciaux tel celui de l'Italie, ces dernières années. Les Italiens ont pu en effet, en un temps record, faire porter tous leurs efforts commerciaux sur les pays industrialisés qui connaissaient une certaine reprise entre 1984 et 1986, alors que les pays pétroliers et autres pays en voie de modernisation (PVM) subissaient les effets de la baisse du prix du baril de pétrole (cf annexe I, chapitre II, paragraphe II-4.).

Cependant, malgré ces avantages, certains groupes comme Waterman n'envisagent pas de se développer par croissance externe.

Dans le domaine des fabricants d'instruments à écrire, le nombre des concurrents est très limité et bien que certains des ses concurrents soient en

difficulté ou déjà offerts à la vente, Waterman préfère conquérir des parts de marché en "grignotant" celles de ses concurrents (Cross, Parker, Sheaffer, Montblanc). Selon M. JANSSENS, Directeur Financier de Waterman, chaque marque a acquis sur le marché sa réputation et a ses spécificités propres. Racheter un concurrent pour supprimer la marque ou vendre ses produits à travers une autre marque semble moins judicieux que de consacrer ses moyens à renforcer les réseaux de distributions ou à renouveler la gamme.

III-113. L'évolution des modes de commercialisation.

Il y a quelques années encore, une multinationale (Procter et Gamble, Unilever...) procédait à la commercialisation d'un produit, marché après marché. De même un constructeur automobile, Renault par exemple, testait tel nouveau modèle de sa gamme en l'introduisant dans un premier temps en France et en Belgique, puis sur le marché européen puis finalement se décidait à attaquer le marché américain (dix-huit mois à deux ans plus tard pour la Medallion-Renault 21).

Aujourd'hui, en revanche, la plupart des entreprises travaillent sur un marché mondial. L'ampleur des campagnes de promotion et la vitesse de communication de l'information, entre autres, les incitent à introduire leurs produits quasi-simultanément sur le marché mondial.

C'est ainsi qu'IBM a annoncé le 2 avril 1987, la commercialisation de sa nouvelle ligne de micro-ordinateurs personnels PS/2 pour le monde entier.

Ce bouleversement dans les modes de commercialisation suppose évidemment la création de réseaux de distribution très puissants ou alors la constitution d'alliances (Bull-Nec-Honeywell).

III-12. Les objectifs stratégiques.

Soumise à des contraintes de marché, de risque et de rentabilité, l'entreprise, usera de la croissance externe principalement dans les deux cas suivants:

- Pour acquérir des parts de marché en restant dans son métier,
- Pour changer de métier,

III-121. Augmenter ses parts de marché...

* Pour renforcer les positions acquises sur son marché.

Dans un premier temps, l'entreprise cherche à se développer ou à devenir leader sur son propre marché. L'acquisition de parts de marché peut alors remplacer le développement interne comme l'indique M. PUECHAL, Président d'Atochem.

Ce fut notamment la stratégie de BSN dans le domaine de la brasserie.

* Pour s'introduire sur de nouveaux marchés à l'étranger.

Deuxième possibilité, l'entreprise envisage une diversification géographique en restant dans son métier d'origine.

Les raisons avancées par nos interlocuteurs sont nombreuses.

Certains considèrent qu'il est très difficile de changer de métier et préfèrent simplement s'internationaliser. MM. RUTMAN, Vice Président de Elf-Aquitaine et CHAUBEAU, Directeur Financier de Sommer-Allibert défendent cette stratégie.

Dans ce cas, l'entreprise doit dans un premier temps **acheter un ticket d'entrée** explique M. DEHECQ, Directeur Général de Sanofi. Le développement ultérieur sur ce marché se fera soit par développement interne, soit toujours par croissance externe.

D'autres sociétés comme Lafarge-Coppée estiment que les capacités de production au niveau mondial sont très excédentaires, et préfèrent passer par la croissance externe, que ce soit pour s'implanter sur de nouveaux marchés étrangers dans le cadre de leurs activités traditionnelles ou bien pour des opérations de diversification, comme nous le verrons plus loin.

* Un "Jeu de GO" planétaire.

Un souci tout à fait différent est mis en avant chez BSN, que l'on pourrait intituler: **la stratégie du jeu de GO.**

Leader sur son marché dans un certain nombre de créneaux rentables, BSN y redoute une attaque commerciale de la part de concurrents étrangers. Pour prévenir cet état de fait, BSN a intérêt à **marquer** ses concurrents en acquérant des parts de marché lui permettant de riposter sur leurs propres terrains.

Les soucis de Sommer-Allibert sont sensiblement les mêmes. La stratégie d'acquisitions externes de sociétés ne s'effectue pas à priori pour acquérir des parts d'un marché sur lequel Sommer-Allibert est déjà présent. En revanche, l'investissement programmé en Chine d'une usine de fabrication de meubles de jardin répond au double objectif de conquérir un marché porteur mais également d'assurer une présence dans le Sud-Est asiatique pour connaître l'état de la concurrence et pouvoir répliquer à d'éventuelles attaques des Coréens et Taïwanais sur leur propre terrain.

De même dans le domaine de l'aluminium, l'apparition depuis 1985 sur le marché américain de "raiders" (notamment Triangle qui a repris National Can et American Can, deux importants producteurs dans le marché de l'emballage) pourrait empêcher Péchiney de tenir ses lignes stratégiques et impose une réaction rapide de la part du producteur français.

*** Se protéger du protectionisme!**

La croissance externe permet de réagir contre la montée du protectionisme, tendance qui semble continuer de se développer en cette année 1987.

Etre producteur, et non plus seulement vendeur dans un pays, enlève toutes leurs armes aux politiciens locaux, soucieux de préserver l'emploi dans les unités locales de production.

Ainsi, qui oserait attaquer Certain Teed aux Etats-Unis, qui, comme son nom ne l'indique pas, n'est pas une société purement américaine, mais la filiale américaine de Saint-Gobain.

De même, aucune mesure protectioniste n'est, a priori, en mesure de pénaliser Michelin qui possède d'importantes capacités de production aux Etats-Unis.

Japonais au Japon depuis très longtemps, ayant renforcé le caractère américain de sa filiale Liquid Air Corp. par l'acquisition de Big Three en 1986, L'Air Liquide peut rester serein face aux menaces protectionnistes.

En France, la réussite la plus célèbre est celle de BSN, dont la diversification consistait à abandonner la production de *contenants* (le verre) pour s'intéresser au *contenu*, plus rémunérateur. Il semble malgré tout que cette diversification soit plus le résultat d'un apport externe que d'un développement interne.

Il semble que les diversifications par développement interne réussies soient difficiles et rares.

La question est alors de savoir si cette diversification se fera en utilisant les ressources internes de l'entreprise (développement interne) ou en allant chercher les compétences à l'extérieur (croissance externe).

Quand l'industriel estime que la croissance de son entreprise est devenue insuffisante dans ses métiers traditionnels, il peut alors souhaiter une diversification vers un nouveau métier.

III-122. Changer de métier.

Dans d'autres cas, des facilités d'approvisionnement intéressantes et des coûts d'approvisionnement avantageux seront des éléments déterminants. Ainsi, par exemple, Péchiney a pris en compte, dans sa décision de s'implanter au Canada, l'existence d'un coût plus favorable de l'électricité (matière première qui entre pour 40% dans la fabrication de l'aluminium).

Il peut s'agir dans certains cas, de profiter d'une plus grande souplesse en matière de réglementation du travail. Une faiblesse relative des syndicats peut éventuellement, représenter un atout important pour certaines sociétés.

Enfin, certains pays peuvent présenter des conditions d'implantation relativement avantageuses.

* Profilier de conditions locales favorables.

Rappelons en outre que les Japonais ont employé cette stratégie à grande échelle ces dernières années aux Etats-Unis et en Europe (Grande-Bretagne) dans le domaine de la construction automobile.

La grande idée de M. RIBOUD, Président de BSN, outre le fait d'avoir su déterminer quel marché conquérir, a sûrement été de s'appuyer sur des compétences externes à l'entreprise, notamment des spécialistes du nouveau métier que constituaient les produits de grande consommation.

De même, Salomon s'est introduit sur le marché des chaussures de ski (travail du plastique et du polyuréthane) et même du ski, après avoir bâti sa croissance sur les fixations de ski (mécanique de précision). Ce développement a certes été réalisé en interne, en s'appuyant sur les équipes de recherche de l'entreprise efficacement renforcées par des ingénieurs provenant de la concurrence.

Mais ces exemples restent l'exception. Beaucoup d'entreprises préfèrent acquérir directement une société afin de pouvoir la développer par la suite.

Toujours chez BSN, le développement dans le domaine du biscuit ne s'est pas fait par développement interne mais en rachetant Générale Biscuit.

Framatome, dont l'avenir à moyen terme est très incertain compte tenu du ralentissement voire de l'arrêt des grands programmes nucléaires, n'a-t-il pas annoncé qu'il était prêt à investir 2 milliards de francs pour **une acquisition majeure dans un marché offrant de fortes potentialités de croissance.**

De même, Lafarge-Coppée a réalisé une diversification majeure dans les biotechnologies (lysine, glutamate) dans le but de se placer sur un marché en forte croissance alors que les activités traditionnelles du groupe (ciment, béton,...) sortent à peine de la récession.

Chez Salomon, il apparaissait important de soutenir la croissance de l'activité, en attendant que les développements sur le ski portent leurs fruits. Ayant opté pour une acquisition dans le domaine du sport qui puisse compenser la forte saisonnalité des activités liées au ski, les dirigeants ont pu acquérir la société Taylor Made, société américaine fabriquant des clubs de golf. Il s'agissait là d'une entreprise connaissant bien son marché, avec une forte capacité d'innovation et une excellente réputation dans le milieu du golf professionnel. En outre, Taylor Made, créée en 1979 sur le concept nouveau du club de golf bois-métal, offrait un accès immédiat au marché le plus important, celui de l'Amérique du Nord.

Nous venons d'exposer certains des objectifs stratégiques que poursuivent les entreprises quand elles cherchent à prendre une participation dans une autre société.

Toutefois, soit parce qu'elles échouent, soit parce qu'elles doivent être dénouées, certaines opérations d'acquisitions d'entreprises se traduisent uniquement par une plus-value sur les titres acquis.

De ce fait, ces tentatives d'acquisition constituent a posteriori des opérations purement financières.

Il en est ainsi de l'acquisition par Bouygues de 33% du capital de de Spie Batignolles (dont Schneider possédait 67% des parts), qui après l'échec de cette tentative de prise de contrôle a revendu ses actions, dégageant ainsi une confortable plus-value.

La participation de Moët-Hennessy dans la CLT (Compagnie Luxembourgeoise de Télévision), soit 8% des actions, s'est soldée par une revente, compte tenu des réorientations stratégiques de la CLT dans le domaine de la télévision.

Enfin, les mouvements de capital entre la Générale des Eaux et Saint-Gobain se réduisent a posteriori à des opérations purement financières de participations croisées de 5% du capital.

III-13. Les dangers de la croissance externe.

Les opérations de croissance externe qui présentent des avantages appréciables par rapport au développement interne, comme nous l'avons constaté dans les paragraphes précédents, ne sont cependant pas sans danger.

Les craintes exprimées par nos interlocuteurs sont de trois types:

- la connaissance de l'activité de l'entreprise achetée est-elle satisfaisante?
- le coût d'acquisition est-il justifié?
- Comment éviter les pièges de la fusion concurrentielle?

III-131. La connaissance de l'activité est-elle satisfaisante?

Dans une opération de croissance externe, il paraît essentiel d'une part de savoir évaluer le potentiel technique et commercial de la société que l'on souhaite acquérir et d'autre part, de savoir développer ces nouvelles activités et bien gérer la nouvelle équipe.

* Evaluer le potentiel de l'entreprise.

La première difficulté qu'affronte le repreneur potentiel est donc l'évaluation de l'entreprise, de ses potentialités techniques et humaines. Dans un métier que l'on ne connaît pas, il faut chercher à déterminer les critères importants et savoir où exercer sa vigilance. La Générale des Eaux, la Lyonnaise des Eaux ou Atochem ressentent particulièrement la difficulté de cette tâche.

Ainsi, la Lyonnaise aborde ses développements de manière prudente. Outre la télévision avec M6, les réseaux câblés et les loisirs (parcs à thème), la Lyonnaise s'engage sur le marché des services aux personnes du quatrième âge.

Comme le souligne M. CABARET, Directeur Général du groupe, ce développement s'appuie sur une collaboration étroite avec des professionnels des activités en question: médecins et responsables de cliniques privées dans le domaine de la santé, ou bien opérateurs tels que le Club Méditerranée dans la partie loisirs.

* Comment gérer la nouvelle équipe?

Ensuite, se pose le problème du développement de l'activité et de la gestion des ressources humaines. Nos interlocuteurs sont nombreux à considérer que les freins au développement sont aujourd'hui plus humains que financiers (Financière Agache, la Télémécanique Electrique, Générale des Eaux, Lyonnaise des Eaux notamment).

Chez Salomon, c'est probablement cette crainte de l'incapacité à gérer humainement une telle acquisition externe supplémentaire qui a conduit M. SALOMON à décider de ne pas racheter la société Prince (n° 1 mondial de la raquette de tennis) vendue par Unilever après le rachat de Chesebrough Pond's.

D'ailleurs, dans le domaine de la recherche, Salomon réalise l'intégration de nouvelles équipes dans le groupe en mêlant dans les unités de recherche "chercheurs vétérans" et "chercheurs locaux".

III-132. Le coût d'acquisition est-il justifié?

En dehors des objectifs stratégiques, tels que ceux que nous avons décrits plus haut, le facteur déterminant pour une opération de croissance externe est le coût de cette acquisition. Se tromper dans l'estimation du coût d'acquisition peut gravement compromettre la rentabilité de l'opération.

Il existe de très nombreuses méthodes de valorisation des entreprises, qu'il serait beaucoup trop long de présenter ici. Nous ne rappellerons que quelques points essentiels.

Dans le cas d'une entreprise non cotée en Bourse, on se fonde souvent sur la valeur intrinsèque de l'entreprise (différence entre la valeur de renouvellement des actifs et les dettes). La rentabilité de l'opération d'acquisition est alors estimée en rapportant à l'investissement initial (somme du prix d'acquisition et des dettes de l'entreprise acquises), par exemple, la valeur actualisée des cash-flows que l'entreprise est censée dégager dans le futur.

Dans le cas d'une entreprise cotée en Bourse, l'acquisition se fait par achat de titres et la réaction du marché est primordiale. Le prix proposé dans une offre publique d'achat (O.P.A.) se situe quasiment toujours au dessus du cours des actions. La rentabilité de l'opération d'acquisition ou de l'entreprise à acquérir est évaluée par divers ratios dont le Price Earning Ratio (PER - rapport de la capitalisation boursière aux bénéfices de l'entreprise).

Mais le PER n'est pas un bon indicateur. En effet, le calcul du résultat, sur lequel repose le PER, est soumis aux aléas des règles fiscales. En constituant par exemple, des provisions très fortes ou très faibles, une entreprise peut afficher un résultat qui masque ses performances réelles.

Considérons une société ayant un PER de 20, chiffre courant pour le secteur de l'entreprise en question, et un bénéfice de 10, faible par rapport au chiffre d'affaires. Raacheter l'entreprise à 22 fois ses bénéfices peut sembler très coûteux. Mais si l'acquéreur a le terme espoir d'améliorer les résultats de la société (en faisant passer le bénéfice de 10 à 20 par exemple) alors, le PER "réel" ou potentiel est beaucoup plus faible.

Une autre crainte est évoquée par nos interlocuteurs : la dilution des résultats par action ou EPS (earnings per share), élément qui, compte tenu des règles d'évaluation des entreprises, entraînerait une grande vulnérabilité vis-à-vis des raiders (Saint-Gobain, BSN).

Par exemple, BSN capitalise actuellement 17 fois ses profits. Etant donné la flambée des prix et le caractère spécifique d'une prise de contrôle majoritaire, qui impose une surcote de 20 à 30%, l'acquisition par BSN d'une société cotant actuellement 15 fois ses bénéfices se ferait probablement sur la base d'un PER (Price Earning Ratio) de 19 contre 17 pour BSN, entraînant une dilution du résultat par action.

De plus, l'explosion du nombre d'opérations de croissance externe entraîne une flambée des prix, nous explique-t-on chez Sanofi.

L'actualité des mois d'avril-mai 1987 est particulièrement démonstrative. La société Duffour et Igon, numéro deux français sur le marché des gaz industriels (8% du marché) derrière L'Air Liquide cotait 856 F par action avant la première OPA (Offre Publique d'Achat) en avril. Début juin, la dernière offre connue s'établissait à 4140 F par action.

Le bouleversement est d'importance, poursuit M. DEHECQ, Directeur Général de Sanofi. Autrefois, seuls rachetaient ceux qui pouvaient payer. Aujourd'hui, non seulement les importants trésors de guerre multiplient le nombre des acheteurs potentiels, mais de plus, des acquéreurs se présentent qui n'ont même pas les moyens de payer, si ce n'est en émettant des "junk bonds" (littéralement "obligations de pacotille"). Une fois l'affaire acquise, on rembourse en cédant des titres d'actions cotées, ou en réalisant des plus-values importantes lors de cessions de filiales en bonne santé.

III-133. Les risques de la fusion concurrentielle.

Un autre danger est évoqué. Il s'agit de la perte de parts de marché lors de la fusion de deux entreprises exerçant des métiers similaires sur les mêmes marchés, comme dans le cas de Peugeot et de Talbot.

Le Directeur Financier de Sommer-Allibert, M. CHAUBEAU rapporte l'expérience vécue par son groupe: En 1977, le groupe Sommer-Allibert rachetait les sociétés Dalami, du groupe Eternit et Balamundi. Concurrents sur les mêmes produits et les mêmes marchés, ces deux entreprises d'un même groupe se livrent alors une guerre des prix et usent leurs forces dans des luttes internes plutôt que vis-à-vis de la concurrence extérieure.

III-2. LA MOBILISATION DES MOYENS NECESSAIRES AU DEVELOPPEMENT DE L'ENTREPRISE.

Nous avons vu, dans le chapitre II, que le déséquilibre de la structure financière des entreprises était en partie responsable de la limitation de leurs projets d'investissement interne.

De même, la mise en oeuvre de politiques de croissance par les marchés suppose des structures financières solides. L'exemple de la société Salomon est à notre avis particulièrement significatif.

Société monoproduit spécialiste des fixations de ski, Salomon avait pris, dès 1973, la décision d'une diversification dans le domaine de la chaussure de ski.

S'appuyant sur des fonds propres de 100 millions de francs, les dirigeants avaient estimé l'investissement initial à quelques 60 millions de francs. Toutefois en 1979 et 1980, le marché de la fixation de ski, *vache à lait* de l'entreprise avec une rentabilité industrielle de 9 à 10%, connaissait deux années difficiles. La première raison étant bien sûr le choc pétrolier de 1980, la deuxième résultant de l'absence de neige pendant deux années consécutives aux Canada et USA, qui représentent 50% du marché mondial.

De plus, des difficultés techniques étaient apparues. Le degré d'exigence et le souci de la qualité de M. SALOMON conduisaient à repousser à 1979 la sortie, initialement prévue pour 1977, des premières chaussures de ski.

L'investissement atteignait alors 120 millions de francs et l'année 1979 faillit être tragique pour le groupe Salomon.

La morale de l'histoire pour Mme BERETTE, Secrétaire Général du groupe Salomon, est *"qu'on ne s'embarque pas vers une diversification sans structure financière saine et solide"*. Il faut conforter les capitaux propres car les *"banquiers vous prêtent volontiers des parapluies, mais seulement quand il fait beau"*.

III-21. La réduction du niveau d'endettement.

III-211. La définition des objectifs.

Les entreprises mesurent de diverses façons le niveau de leur endettement. Les objectifs peuvent être chiffrés en termes de ratio de frais financiers ou bien en termes de structure de bilan.

* La réduction du poids des frais financiers.

La montée rapide des taux d'intérêt réels depuis 1982 qui a supprimé le bénéfice de l'effet de levier (cf annexe I), a considérablement réduit la rentabilité des entreprises très endettées, pénalisées par le poids de leur frais financiers.

Des entreprises comme Péchiney, Saint-Gobain, Sommer-Allibert, Bénéteau, Salomon ou Papeteries de Clairefontaine ont décidé de surveiller étroitement leur ratio de frais financiers rapportés au chiffre d'affaires. Les résultats sont d'autant plus impressionnants que simultanément le niveau des taux d'intérêts nominaux baissait sensiblement. Les résultats analysés dans le chapitre I de cette partie illustrent les performances réalisées.

En fait, la plupart des entreprises ont réduit ce ratio entre 1983 et 1986. Cependant les limites considérées comme acceptables sont très variables. Ainsi Saint-Gobain envisage une limite très basse (de l'ordre de 1%), alors que Bénéteau, qui souhaite soutenir sa croissance en ayant suffisamment de fonds disponibles, considère 3% comme acceptable.

* L'amélioration de la structure du bilan.

Pour d'autres entreprises, les fluctuations des taux d'intérêt nominaux masquent une partie de la réalité. C'est pourquoi, elles préfèrent s'attacher à surveiller les évolutions de leur endettement et de leurs capitaux propres (Elf-Aquitaine, Financière Agache, Atochem). Les ratios le plus souvent utilisés sont le rapport des capitaux permanents aux dettes à long et moyen terme ou le rapport du total des dettes financières aux capitaux propres. Nous nous sommes surtout attachés dans les tableaux récapitulatifs au premier ratio.

De fait, en 1983, on observait le plus souvent des valeurs comprises entre 1 et 3. Depuis, ce ratio est dans la plupart des cas beaucoup plus élevé et atteint même, chez certains, des valeurs voisines de 5 à 5.5 (Sanofi, Elf-Aquitaine, L'Oréal, Générale des Eaux).

Les valeurs fixées par les entreprises (et en général scrupuleusement suivies) varient beaucoup selon les secteurs.

Dans les activités industrielles assez lourdes, un ratio de 3 est généralement considéré comme bon. Dans le domaine des biens de consommation courante, on se fixe plutôt comme objectif des ratios de 4 ou 5.

Bien souvent, les sociétés surveillent en fait simultanément ces deux ratios. Mais certaines d'entre elles préfèrent utiliser parfois d'autres indicateurs. Ainsi, des entreprises comme Lafarge-Coppée, estimant que le chiffre d'affaires n'est pas un bon indicateur de leur activité économique, préfèrent utiliser un ratio de frais financiers rapportés au résultat d'exploitation plutôt qu'au chiffre d'affaires.

A la suite des difficultés rencontrées en 1982, où le résultat devient quasiment nul, Lafarge-Coppée prend conscience de l'importance du maintien de son équilibre financier.

En 1984, nous explique M. BLATZ, Directeur du financement, l'entreprise formalise un certain nombre de règles de conduite en matière financière. Trois ratios sont désormais surveillés de manière spécifique:

- Le rapport des frais financiers au résultat d'exploitation ne doit pas dépasser 40%,
- Les fonds propres et dettes à long et moyen terme doivent être dans le rapport 55/45,
- Enfin, le rapport de la marge brute d'autofinancement aux dettes à long et moyen terme ne doit pas descendre au-dessous d'une valeur bien déterminée.

En fait, le premier critère est le plus restrictif, les deux autres fixant des limites que l'entreprise respecte très facilement.

* L'influence de la situation des concurrents.

C'est bien souvent le souci des entreprises de se trouver dans une situation analogue voire plus favorable que celle de leurs concurrents qui fixe les limites à respecter tant en matière de frais financiers que de niveau d'endettement.

Ainsi chez Elf-Aquitaine, le Vice-Président M. RUTMAN précise que le ratio dettes à long et moyen terme rapportées aux capitaux permanents est de 30% pour le groupe (selon les structures comptables américaines) alors que le concurrent ESSO (groupe EXXON) fait deux fois mieux avec 15%. Par ailleurs, l'influence sur le *"rating"* est loin d'être négligeable, poursuit le Directeur Financier, M. WEYMULLER.

Pour le Président de Saint-Gobain, M. BEFFA, *"(ce sont) les problèmes de crainte de redémarrage de l'inflation, de blocage des prix et d'incertitude sur les taux de marge (qui) poussent au désendettement"*. Mais si l'on compare les ratios de frais financiers nets rapportés au chiffre d'affaires de Saint-Gobain et de ses principaux

concurrents, on comprend très bien que la priorité soit donnée au désendettement.

En effet, alors que ce ratio atteignait, en 1985, -3.2% pour Saint-Gobain, il s'élevait à -1.3% pour Owens Illinois, à -1.2% pour P.P.G., à -1.1% pour Owens Corning, trois concurrents américains et à peine -0.1% pour Pilkington (G-B).

D'ailleurs en 1986, grâce à une émission de certificats d'investissement (2.4 MdF) et à des cessions de titres (Générale des Eaux) qui ont procuré 2.2 milliards de francs en trésorerie (et dégagé une plus-value de 1.4 MdF), ce ratio tombe à -2.2% et la tendance à l'amélioration se poursuit en 1987.

III-212. Les moyens mis en oeuvre.

Pour réduire les ratios de frais financiers nets ou accroître le ratio capitaux permanents/chiffre d'affaires, les entreprises disposent de moyens variés.

Elles peuvent réduire leur endettement, par exemple en remboursant par anticipation certains emprunts ou en renégociant les conditions. Elles peuvent augmenter leurs produits financiers par des politiques de placements financiers. Elles peuvent enfin accroître leurs fonds propres.

* Le désendettement.

Lorsque des clauses de remboursement anticipé ont été prévues dans les contrats, les entreprises réduisent de manière systématique leur dette passée, étant donné l'écart existant entre le taux du crédit accordé et les conditions de taux actuellement pratiquées sur les marchés.

Rembourser un emprunt souscrit dans les années 80-84 à un taux compris entre 13 et 17% est une opération qui présente un rendement considérable quand le taux du marché monétaire oscille entre 7.5 et 8%.

Dans le cas contraire, des négociations s'engagent sur les conditions de ce remboursement anticipé et notamment le montant des pénalités.

En raison de la réduction très importante des besoins de financement des entreprises et du phénomène de désintermédiation bancaire illustré par le recours aux Billets de Trésorerie (c'est à dire un système de financement inter-entreprises), les entreprises sont aujourd'hui en position de force, face

au système financier (banques et Crédit National notamment) qui a du mal à trouver suffisamment d'emprunteurs. D'autant que la disparition de l'encadrement du crédit a avivé la concurrence bancaire.

La plupart des entreprises réussissent lors de la négociation à obtenir la possibilité d'un remboursement anticipé avec pénalités mais aussi très souvent sans pénalités, par exemple en souscrivant un nouvel emprunt auprès de l'établissement concerné.

Dans certains cas cependant, les entreprises estiment ne pas avoir intérêt à engager des négociations en vue d'un remboursement anticipé. Il s'agit notamment des prêts ayant fait l'objet d'une bonification importante dans les années passées. Ainsi certaines entreprises ont obtenu des prêts avec un taux fixe de 10 à 11% par exemple alors que le taux moyen était de 15%. Aujourd'hui, le risque de convertir ce prêt en un prêt à taux variable aux conditions du marché (actuellement de l'ordre de 9 à 10% dans un contexte plutôt orienté à une remontée des taux), le tout éventuellement assorti d'une pénalité, est parfois trop important.

* L'augmentation des fonds propres.

Enfin, les entreprises ont cherché ces dernières années à profiter des conditions favorables du marché pour renforcer leurs fonds propres notoirement insuffisants vis-à-vis de leurs concurrents.

La plupart des sociétés que nous avons rencontrées ont fait appel au marché, que ce soit sous forme d'augmentation de capital, sous forme d'émissions de certificats d'investissement ou enfin sous forme d'émissions d'obligations convertibles.

- Saint-Gobain a émis en 1986 pour 2.4 milliards de francs de certificats d'investissement.
- La Télémécanique a réalisé une augmentation de capital en 1985.
- Salomon a effectué une première augmentation de capital de 100 MF en 1984, et une deuxième de 250 MF en mai 1985.
- La Lyonnaise des Eaux a levé entre septembre 85 et janvier 86 1 milliard de francs, soit par augmentation de capital, soit par émission d'obligations convertibles.
- Enfin Thomson-CSF (société privée alors que sa maison-mère Thomson SA est nationalisée) a pu renforcer ses fonds propres en augmentant son capital de 5.5 milliards de francs entre 1982 et 1986.
- etc...

III-22. La constitution de disponibilités financières considérables.

Une structure financière solide est bien sûr une condition indispensable pour assurer un développement dans de bonnes conditions. Elle n'est toutefois pas suffisante et les entreprises ont activement cherché ces dernières années à développer leurs moyens d'intervention sur les marchés, que ce soit en constituant des liquidités importantes (**trésors de guerre**) ou en s'assurant d'importantes capacités d'emprunt auprès d'établissements financiers.

III-221. Les "trésors de guerre".

De nombreuses entreprises ont connu, ces dernières années, des difficultés importantes à l'occasion des montages financiers nécessaires à la réalisation d'opérations de grande envergure.

En fait, "les entreprises ne veulent plus dépendre des conditions du marché pour des opérations de grande envergure" souligne M. COSSE, Directeur du Service des Grandes Entreprises à la BNP. Cette affirmation est d'ailleurs confirmée par l'ensemble de nos interlocuteurs (Moët-Hennessy, L'Oréal, Générale des Eaux, Lyonnaise des Eaux, Saint-Gobain, Cérus,...). De plus cette attitude ne se limite pas aux grands groupes puisqu'elle concerne également des entreprises comme Salomon, Zodiac,...

Enfin, de nombreuses entreprises que nous n'avons pu rencontrer font clairement mention dans la presse de la constitution de ces trésors de guerre, en précisant leurs objectifs : **"se donner les moyens de répondre rapidement à des opérations de croissance externe"** (Matra, Hachette, Souriau, Financière Strafor, MB Electronique,...).

L'apparition de ces trésors de guerre n'est pas récente mais l'on peut s'interroger sur les raisons d'une telle montée en puissance.

Les augmentations de capital, tout d'abord, vont souvent au delà des besoins immédiats de l'entreprise. Il s'agit de faire appel au marché, quand les conditions sont favorables, pour se constituer des réserves permettant de saisir les opportunités qui se présentent. Ainsi l'offre abondante de liquidités sur le marché des capitaux a pu rencontrer une demande importante de la part d'entreprises totalement sous-capitalisées, qui présentaient d'excellents résultats financiers.

Ainsi pour Salomon, les derniers exercices ont montré une croissance importante du chiffre d'affaires et des résultats. Il apparaissait essentiel de procéder sans tarder à des augmentations de capital, avant d'entrer dans une phase de "consolidation", beaucoup moins favorable par nature à des appels au marché.

De même, L'Oréal a procédé en septembre 86 à une euroémission de certificats d'investissement pour 1.36 MdF, "*non par besoin, mais parce que l'opération était jugée opportune*".

Sanofi, qui a toujours en caisse les 2 MdF de l'augmentation de capital réalisée en 1985, vient de procéder à un nouvel appel au marché fin mai-début juin 1987.

L'Air Liquide également a réalisé une augmentation de capital de 2.7 MdF en novembre 1986, d'une part pour financer une partie de l'acquisition de Big Three (le reste étant financé par les emprunts de la filiale américaine Liquid Air Corp.), d'autre part pour "pouvoir saisir d'autres opportunités en matière d'investissement ou d'acquisitions".

Par ailleurs, alors que dans le passé (c'est-à-dire avant 1982), l'existence de taux réels négatifs "grignotait" de façon certaine les placements financiers, les conditions actuelles de rémunération de ces placements sont jugées très attractives et même le plus souvent d'une rentabilité supérieure à celle de bien des investissements industriels.

A tel point qu'il devient parfois intéressant et très rémunérateur d'augmenter légèrement son endettement pour placer les fonds ainsi recueillis, tout ceci sans la moindre prise de risques (Lyonnaise des Eaux, Moët-Hennessy). D'ailleurs nos interlocuteurs, unanimes pour rejeter toute idée de spéculation, reconnaissent que ne pas profiter des opportunités actuellement offertes par le marché serait faire preuve de mauvaise gestion.

III-222. L'augmentation des capacités d'endettement.

Il existe d'autres façons de mettre en place d'importants moyens de financement pour assurer son indépendance: d'une manière générale, se donner de grandes capacités d'emprunt supplémentaires en limitant son endettement à un très faible niveau ou de manière plus précise, en mettant en place des lignes de crédit irrévocables.

S'appuyant sur des structures financières plus saines, certains groupes ont ainsi la possibilité, moyennant le paiement de commissions d'engagement assez faibles, de mobiliser plusieurs centaines de millions de francs, de manière rapide et à des conditions établies à des périodes jugées les plus favorables (Elm Leblanc peut ainsi mobiliser plus de 500 MF, ou encore Sommer-Allibert, Snecma, Peugeot, Elf-Aquitaine).

D'autant que, comme le soulignent nombre d'entreprises, si les conditions de financement hors système bancaire sont actuellement plus attrayantes, nul ne peut prédire l'avenir. Il est donc souhaitable de maintenir de bonnes relations avec les banques. Le souci de sécurité, essentiel pour le chef d'entreprise, comme le souligne M. HALBRON, Directeur Général de CDF-Chimie et ancien Directeur Financier de Rhône-Poulenc, peut conduire les entreprises à utiliser des lignes de crédit à un coût légèrement supérieur, pour pouvoir pallier d'éventuelles défaillances des marchés.

Les exemples décrits dans les paragraphes précédents permettent de dégager les principaux avantages que présentent pour les industriels désendettés, placements financiers et croissance externe par rapport à des investissements productifs.

Il s'agit tout d'abord de la liquidité (tout s'achète et se vend), puis de la souplesse (il est dans la plupart des cas possible de trouver des produits parfaitement adaptés aux choix et aux besoins de l'entreprise). Ces opérations procurent en outre une très forte rentabilité. Enfin, des possibilités de couverture, c'est-à-dire de limitation des risques, existent la plupart du temps.

III-31. La liquidité.

La révision permanente des frontières de l'entreprise rend le marché de la croissance externe extrêmement actif.

Les recentrages stratégiques que nous avons déjà évoqués entretiennent un fort courant de vente. D'autant qu'aujourd'hui, ce ne sont plus des entreprises de taille moyenne qui sont mises en vente sur le marché mais de véritables groupes (Union-Carbide, ITT Europe, Honeywell, American Cyanamid). Quand un groupe A rachète une entreprise B, il peut par la même occasion "trouver dans la corbeille" un sous-ensemble C dont les activités ne correspondent pas à ses objectifs stratégiques et qu'il va chercher à mettre sur le marché.

La lecture de la presse économique et financière est là pour rappeler l'abondance des transactions qui assure ainsi la liquidité du marché.

Alors qu'un investissement interne n'est pas ou est peu "liquide", les placements financiers sont très liquides.

Telle opération "nouée" sur un marché à l'instant t peut être "dénouée" dans l'instant qui suit. En outre, il existe sur les marchés optionnels ou les marchés à terme des contreparties institutionnelles, dont le rôle est d'assurer la liquidité du marché.

Le désendettement, enfin, correspond à cet objectif de liquidité.

Dans cette période de baisse des taux nominaux, compte tenu du haut niveau des taux d'intérêt réels, l'endettement est très pénalisant sur le plan de la liquidité. En effet, l'existence de pénalités en cas de remboursement anticipé rend parfois difficiles et coûteuses les opérations de dégagement d'une dette jugée peu opportune.

III-32. La souplesse.

Que ce soit en terme de placement ou d'emprunts, les marchés offrent aujourd'hui des possibilités qui n'ont pour limite que l'ingéniosité des opérateurs. Les entreprises sont à même, de prêter ou d'emprunter du très court terme au très long terme, à taux fixe comme à taux variable, de manière optionnelle ou ferme, au comptant et à terme, dans toutes les devises.

* Dans la gestion de l'endettement.

Dans la gestion de la dette des entreprises, les opérations de **swaps de taux d'intérêt** ou de **swaps de devises** notamment, ou encore les deux combinées, permettent de modifier considérablement la structure de la dette d'une entreprise.

Gaz de France, particulièrement sensible aux fluctuations des taux d'intérêt et de change, à cause de l'ampleur de sa dette multi-devises, a mis en place une politique de gestion de dette très active.

De nombreuses opérations de swaps de devises ont pu par exemple réduire l'exposition aux fluctuations du dollar, en augmentant la part de l'endettement libellé en francs d'une part, et en substituant au dollar des devises moins volatiles.

* Dans la gestion des liquidités.

Dans le cas de la gestion des liquidités, le mot **souplesse** a une autre signification. Il s'agit pour les entreprises de trouver des placements offrant bien sûr les meilleures rentabilités, mais qui de plus, présentent des conditions adaptées aux besoins de l'entreprise. Celle-ci doit pouvoir placer

une somme X pour la période Y qui lui convient. Les SICAV de trésorerie, ou SICAV court terme, répondent entre autres à ces besoins.

*** Dans la pratique de la croissance externe.**

En matière d'acquisition, les entreprises recherchent évidemment des modes de paiement qui présentent une grande souplesse.

Il y a bien sûr l'utilisation des trésors de guerre évoqués plus haut. Mais alors qu'un investissement interne implique toujours une sortie d'argent de l'entreprise, il est également possible de réaliser des acquisitions sans sortir de "cash" des caisses de l'entreprise, ce qui est très apprécié.

La méthode employée consiste à proposer des titres en paiement de la société acquise ou sur le point de l'être. Il peut s'agir des propres titres de la société "acquéreur" ou encore de participations dans une société tierce.

D'importantes opérations ont pu être réalisées ces derniers temps par échanges d'actions: acquisitions ou prises de contrôle de Générale Biscuit par BSN, de Lesieur par Saint-Louis-Bouchon, de Klein-Midi par Sanofi et, si l'on remonte à des opérations plus anciennes, l'échange de 5% des actions de Nestlé contre 50% du capital de L'Oréal.

III-33. Des opérations offrant de fortes rentabilités.

*** Les placements financiers.**

Depuis 1982, les taux d'intérêt réels se situent à des niveaux très élevés. En France par exemple, avec un taux du marché monétaire compris entre 7 et 8% par exemple, et une inflation de l'ordre de 2.5%, ce taux est d'environ 5%.

Placer des liquidités sur le marché monétaire permet donc, compte tenu d'une fiscalité très faible, d'obtenir un rendement hors inflation et après impôt de 5% environ pour une opération ne présentant aucun risque. Ce calcul simpliste ne reflète évidemment qu'une partie de la réalité et en fait, les rendements obtenus par les entreprises sont bien supérieurs, notamment pour les placements sous forme de SICAV ou de Fonds Communs de Placement.

D'ailleurs bien souvent, si le rendement escompté de ces placements est substantiel, ce n'est pas tant en raison des dividendes à percevoir -passibles de l'impôt sur les sociétés- mais plutôt en raison des plus-values en capital que l'on peut escompter dans une période de baisse régulière des taux d'intérêt et de désinflation.

D'autant que ces plus-values en capital sont faiblement taxées (15%), voire pas du tout, si l'on sait exploiter les différences de régimes fiscaux.

Considérons, en effet, une entreprise qui a placé une partie de ses disponibilités, par exemple sous forme d'actions de SICAV. Généralement le cours de ces actions va enregistrer avant la date de paiement des dividendes une progression qui reflète le montant escompté de ces dividendes. Si cette société vend ses actions peu avant la date de mise en paiement, elle enregistrera une plus-value sur cession de valeurs mobilières de placement (taxée à 15%), sensiblement équivalente au montant des dividendes qu'elle aurait perçus et sur lesquels elle aurait été imposée à 45% (taux de l'impôt sur les sociétés).

Bien sûr, le système ne peut fonctionner que si l'entreprise trouve des contreparties intéressées par ces achats, ce qui est le cas d'organismes tels que les caisses de retraite qui bénéficient d'exonérations fiscales, compte tenu de leurs statuts. Le lendemain du paiement des dividendes, l'entreprise pourra de nouveau placer ses disponibilités sous formes d'actions de SICAV.

Ainsi, le poids de la fiscalité a été ramené de 45% à 15%. D'autres mécanismes plus sophistiqués permettent même de rapprocher le poids de cette fiscalité de 0%.

*** Le désendettement.**

Comme nous l'avons déjà vu, lorsque nous avons étudié la politique de désendettement des entreprises, rembourser un emprunt contracté à un taux élevé, par exemple au début des années 80, constitue une opération financière extrêmement rentable.

III-34. La limitation des risques.

Au total, désendettement, placements financiers et croissance externe sont trois alternatives offertes aux entreprises qui offrent des rentabilités importantes mais qui de plus, par leurs caractéristiques de souplesse et de liquidité, permettent de limiter les risques auxquels sont confrontées les entreprises.

Dans une période de grande incertitude sur les cours des devises et plus encore sur les taux d'intérêt, les entreprises doivent avoir des structures financières aussi "légères" que possible pour faire face à des retournements de situation, expliquent MM. ALBY, Président de Gaz de France et BEFFA, Président de Saint-Gobain. En effet une entreprise écrasée par ses charges financières serait très vulnérable lors d'un retournement de tendance sur les taux d'intérêt. D'où l'importance des actions de désendettement.

Par ailleurs la constitution de liquidités importantes présentant un caractère défensif ("matelas de trésorerie") permet également de se couvrir contre un retournement de conjoncture. Ainsi devant une hausse subite du cours de ses matières premières, l'entreprise ne serait pas contrainte de financer ces charges supplémentaires par de coûteux emprunts. D'autres entreprises pourront constituer également de tels "matelas" pour affronter des situations de restructuration. En effet, les rigidités encore importantes en matière d'emploi, les délais et les coûts de mise en oeuvre affectent généralement très fortement la situation financière de l'entreprise qui peut souhaiter se préparer à de telles éventualités en réalisant des "Provisions pour charges de restructuration".

Enfin, les opérations de croissance externe permettent de limiter les risques.

Lors d'une telle opération, l'entreprise achète en plus des éventuelles usines et machines, un fonds de commerce, un savoir-faire, une réputation, une clientèle, bref des parts de marché. Alors que dans le cas d'un investissement interne, il faudra se battre pour conquérir ces parts de marché. Comme par ailleurs, l'entreprise aura éventuellement la possibilité de revendre cette acquisition en cas de besoin, l'industriel peut trouver là un moyen de limiter ses risques.

Les opérations financières permettent également de protéger l'entreprise contre des attaques de "raiders".

Alors que des procédures légales commencent à peine à être étudiées aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, certains industriels français utilisent dès aujourd'hui les possibilités offertes par les marchés financiers pour se prémunir contre de telles attaques.

Le premier type de protection est connu depuis longtemps et consiste en l'émission d'actions à vote multiple réservée aux anciens actionnaires dans l'optique de la constitution d'un "noyau dur" d'actionnaires. Cependant, cette action a une efficacité limitée dans le temps.

Une des autres méthodes utilisées, que ce soit chez BSN, Moët-Hennessy ou d'autres, consiste par exemple à émettre des obligations à bons de souscription d'actions (OBSA), placées auprès d'actionnaires jugés sûrs. Ainsi, pour le prix d'une obligation, l'investisseur achète le droit d'acquérir, pendant une période déterminée, "n" actions à un prix attractif et figé. D'une excellente rentabilité pour l'émetteur, cette opération permet en outre une levée de boucliers en cas de raid inamical.

PARTIE C

LES NOUVELLES REGLES DU JEU DE L'INVESTISSEMENT

L'évolution de l'environnement financier des entreprises s'est traduite par la mise en place de règles du jeu nouvelles, en ce qui concerne les décisions prises en matière d'investissements physiques ou financiers.

L'objet de cette dernière partie est:

- d'une part, de présenter notre analyse de l'évolution du comportement d'investissement des entreprises,
- d'autre part, d'exposer les réflexions que nous a suggérées notre étude quant aux moyens susceptibles de permettre aux entreprises de sortir d'un engrenage qui nous paraît dangereux.

I. NOTRE ANALYSE: UNE EVOLUTION TRES NETTE...
...MAIS DES RAISONS COMPLEXES ET INTERDEPENDANTES.

L'analyse que nous ont présentée les industriels sur l'évolution de leur comportement d'investissement nous a permis de mettre en évidence les points suivants:

- *Les industriels éprouvent une réticence certaine à accroître le volume de leurs investissements matériels,*
- *Cette réticence ne peut s'expliquer par des contraintes de financement,*
- *Les industriels consacrent des fonds de plus en plus importants aux placements financiers.*

Il existe bien au niveau des entreprises un *arbitrage entre investissements industriels et placements financiers.*

Cependant , contrairement à ce que suggère un certain nombre d'analyses, cet arbitrage ne repose pas sur le niveau de rentabilité de l'entreprise, c'est-à-dire la différence entre la rentabilité financière de l'entreprise (mesurée par exemple par le rapport *résultat d'exploitation diminué des frais financiers sur capitaux engagés*) et le niveau des taux d'intérêt réels.

En effet, comparer la rentabilité du stock de capitaux engagés **dans le passé** à la rentabilité que pourraient procurer des capitaux placés sur les marchés financiers n'a guère de sens dans le processus de choix des investissements.

On pourrait éventuellement, lors d'une décision d'investissement industriel, comparer la rentabilité des placements financiers à la rentabilité anticipée du projet considéré.

Nos entretiens avec des industriels nous laissent penser que le processus de décision ne s'appuie pas uniquement sur cette comparaison car il existe une incertitude bien plus forte sur la rentabilité des investissements industriels.

Il semble en fait que, au terme d'une analyse qui prend en compte des facteurs de risque et de rentabilité, *les entreprises se détournent d'un certain nombre d'investissements productifs.*

Par ailleurs, *les placements financiers* (tels que nous les avons définis plus haut c'est à dire désendettement, constitution d'actifs financiers et croissance externe) *sont très attractifs* en termes de limitation de risque, de souplesse, de liquidité et de rentabilité, *ce qui incite les entreprises à consacrer leurs ressources disponibles à ces placements financiers.*

Nous nous proposons de préciser les contours des facteurs *risque* et *rentabilité* tels que les perçoivent les entreprises en matière d'investissement industriel (matériel et immatériel) financier.

Nous présenterons enfin, une interprétation synthétique du comportement des entreprises, qui nous permettra de mettre en évidence de *nouvelles règles du jeu de l'investissement.*

I-1. LE FACTEUR RISQUE

On constate sur les vingt dernières années une évolution très sensible de la notion de risque industriel.

Avant le premier choc pétrolier, le risque industriel est un risque de marchés: il est impératif de savoir répondre à la demande. La politique d'investissement de l'entreprise s'établit en fonction des objectifs de développement définis par ses dirigeants, indépendamment des contraintes financières. Il est considéré comme relativement facile de trouver les ressources nécessaires pour financer les investissements prévus. En effet, les perspectives de rentabilité sont très élevées dans l'Industrie, car la croissance de la demande est forte et régulière.

Après le premier choc pétrolier, le risque est un risque de productivité. Il s'agit de produire dans des conditions de coûts meilleures que celles des concurrents. Les évolutions de l'environnement extérieur (faiblesse de la demande, fortes fluctuations des taux d'intérêt, des cours de change, des cours des matières premières et énergétiques) pèsent très fortement sur les entreprises.

A partir de 1983 les contraintes financières d'une part et l'existence d'un saut technologique important d'autre part font peser sur les entreprises un risque d'une nouvelle nature.

Il semble en effet que l'on assiste à une accélération du rythme d'évolution des technologies et par conséquent à un accroissement à la fois du rythme d'obsolescence des équipements et de la difficulté d'adaptation de l'organisation de l'entreprise aux évolutions technologiques. Construire une nouvelle usine ou installer de nouveaux équipements présente donc un risque accru.

Aujourd'hui, ce ne sont pas des contraintes de financement qui limitent le volume des investissements matériels réalisés.

Certes, le maintien de l'équilibre financier de l'entreprise constitue un objectif très rigoureusement pris en compte. Comme nous l'avons vu, les entreprises ont consacré au cours des dernières années, des moyens importants pour atteindre les valeurs qu'elles s'étaient fixées en termes de taux d'endettement ou de niveau de frais financiers. La plupart ont pu restaurer une structure bilantielle satisfaisante. Les autres poursuivent leur effort.

Nous avons pu constater que les ressources disponibles après affectation d'une partie de la Marge Brute d'Autofinancement au désendettement, étaient notablement excédentaires par rapport aux investissements réalisés.

Bien sûr les risques de marché sont toujours présents, mais alors que les industriels pouvaient appréhender les risques de marché et les risques de production de manière classique et connue, ils éprouvent actuellement des difficultés à maîtriser les risques auxquels ils sont confrontés aujourd'hui.

Ceci explique peut-être que les industriels interrogés dans les enquêtes de conjoncture de l'INSEE minorent systématiquement leurs perspectives de marché, c'est-à-dire la demande future adressée à leur entreprise (alors qu'ils ont en général une vision correcte de leur situation passée).

Les sociétés fixent donc une certaine marge sur la rentabilité qu'elles attendent des investissements industriels afin de couvrir le risque que représentent les horizons incertains auxquels elles sont confrontées.

En ce qui concerne les *investissements immatériels*, le risque est mal appréhendé par les entreprises et d'ailleurs difficilement mesurable.

Les *investissements financiers*, quant à eux, présentent également un risque mais l'ampleur de ce risque est généralement connue, et du moins il est possible de la limiter.

En particulier, la constitution d'actifs financiers ("*trésors de guerre*") ne présente pas actuellement de risque important, contrairement à la situation des années 1970-80. Les taux d'intérêt réels négatifs qui à l'époque conduisaient à une érosion inéluctable des actifs financiers, sont aujourd'hui très élevés (4 à 6%). Par ailleurs, l'explosion des transactions et la négociabilité importante des nouveaux produits financiers assurent à ces actifs une liquidité importante.

I-2. LE FACTEUR RENTABILITE.

La rentabilité que les entreprises attendent d'un investissement doit couvrir le risque que prend l'entreprise en le réalisant et le coût des ressources financières (qui peut être d'ailleurs un coût d'opportunité).

Dans le cas d'un **investissement matériel**, le niveau de la rentabilité exigée augmente en fonction de nombreux paramètres:

l'ampleur des fluctuations des paramètres financiers, ainsi que l'incertitude sur le niveau de la demande accroissent la prime de risque.

le niveau des taux d'intérêt réels a une double influence:

- il accroît le coût du financement,
- en augmentant les taux d'actualisation retenus dans les calculs de rentabilité, il diminue le nombre de projets industriels qui satisfont aux critères de rentabilité fixés par l'entreprise.

le niveau de demande anticipée a lui, une influence non pas sur la rentabilité exigée des investissements, mais sur la rentabilité évaluée pour le projet en question.

A ce sujet, il semble que les industriels qui ont une vision pessimiste de leur futur, attribuent une importance excessive à la demande comme facteur limitatif de leurs investissements.

Les industriels attendent qu'une reprise de la demande se manifeste de façon vigoureuse dans leurs carnets de commandes au lieu de chercher à la provoquer par des actions commerciales ou de marketing.

En ce qui concerne les **investissements immatériels**, les entreprises ne réalisent pas dans la plupart des cas d'études de rentabilité; d'autant que les outils actuels de calcul de rentabilité sont mal adaptés au cas des investissements immatériels, sauf peut-être en ce qui concerne les investissements en informatique ou les études de marketing.

Nous ne reviendrons pas sur la rentabilité des **investissements financiers**, exposée en détail dans le chapitre III de la partie B. Rappelons simplement que la Réforme des Marchés Financiers qui permet aux entreprises de trouver des titres répondant exactement à leurs besoins ainsi qu'une fiscalité très favorable accroissent considérablement cette rentabilité.

I-3. LES NOUVELLES REGLES DU JEU DE L'INVESTISSEMENT.

Nous avons constaté (cf Partie B, chapitre II) que la plupart des industriels fixent comme critère de rentabilité 20 à 25% ou encore 2 à 3 ans comme critère de temps de retour pour des projets d'investissements industriels d'une certaine importance.

Le niveau de cet indicateur n'a pas une très grande valeur en lui-même. Il est rare que des contrôles a posteriori soient effectués dans les entreprises pour établir la rentabilité effective des investissements industriels.

Cependant, *l'évolution* de ce niveau, qui était de 10 à 15% pour la rentabilité et de 5 à 6 ans pour les temps de retour il y a quelques années pour les mêmes entreprises et pour des projets de même ampleur, est tout à fait importante et significative.

Si un investissement industriel de type "capacité" ou "nouveaux produits" constitue une réussite, il présentera bien souvent une rentabilité effective très supérieure à celle que l'on peut attendre d'un placement financier.

En revanche s'il constitue un échec, la situation est totalement inversée: des coûts de fonctionnement puis de restructuration, disproportionnés par rapport aux recettes générées par l'investissement, ne permettront pas à l'entreprise d'atteindre l'équilibre financier sur l'opération réalisée.

L'entreprise ne rejette pas un projet d'investissement industriel parce que la comparaison de sa rentabilité avec celle des placements financiers lui est défavorable.

Le projet est rejeté parce qu'il ne satisfait pas aux critères fixés par l'entreprise, critères qui se sont considérablement durcis. En outre, la rentabilité exigée des investissements industriels est très supérieure à celle des placements financiers.

Alors, dans la conjoncture actuelle, faute d'autres projets industriels suffisamment attractifs, les entreprises utilisent de plus en plus les placements financiers (désendettement, constitution d'actifs financiers, croissance externe) comme solution d'attente ou de remplacement.

D'autant que ces placements financiers offrent d'excellents rendements (induits par le niveau élevé des taux d'intérêt réels, l'adéquation des produits offerts aux besoins des entreprises et une fiscalité avantageuse).

On constate ainsi que les entreprises mettent en place de ***nouvelles règles du jeu de l'investissement***:

Les investissements industriels sont effectués suivant des critères (stratégiques, financiers,...) qui ont largement évolué. ***Ils ne constituent plus le mode de développement exclusif de l'entreprise.***

Les entreprises utilisent de plus en plus les placements financiers et, en particulier, la croissance externe pour assurer leur développement.

Ces évolutions sont elles conjoncturelles ou s'agit-il de modifications structurelles?

* Il est vraisemblable que l'arbitrage entre investissements industriels et placements financiers repose à la fois sur des éléments structurels et sur des éléments conjoncturels. L'analyse des réponses des industriels (partie B, chapitres II et III) met en évidence certaines de ces distinctions.

Ainsi, par exemple,

- la redéfinition des lignes stratégiques de l'entreprise, qui comme nous l'avons vu, incite actuellement les entreprises à se concentrer sur quelques secteurs (leur métier de base) en procédant si nécessaire à des désinvestissements,

- ou encore, les objectifs de retour à des structures financières très solides qui imposent des contraintes sur le niveau des investissements,

sont des ***éléments structurels*** qui concernent la décision d'investir.

* En revanche, les modalités de mise en place de ces décisions, les critères de choix des investissements, évoluent plutôt en fonction d'***éléments conjoncturels*** (taux d'intérêt, fluctuation de la demande ou de paramètres financiers,...).

Le financement de la croissance doit-il se faire par fonds propres ou par endettement?

Il est certain qu'à l'heure actuelle, la disparition de l'effet de levier positif et la

relative facilité de se procurer des fonds propres ou des quasi-fonds propres incitent à privilégier la première solution. Cette tendance est-elle structurelle? Qu'en sera-t-il demain, si les taux d'intérêt réels baissent fortement et si l'euphorie boursière disparaît?

* Il faut toutefois convenir que la frontière entre les éléments purement structurels et les éléments purement conjoncturels est assez floue.

Par exemple, la décision de se développer par croissance externe plutôt que de façon interne révèle à la fois des aspects structurels car elle entre dans la définition des lignes stratégiques de l'entreprise et correspond à une évolution de comportement (cf partie B, chapitre III, paragraphe I), et des aspects conjoncturels (il importe de saisir les occasions).

* Enfin, dans la transformation de ces règles du jeu de l'investissement, où éléments structurels et conjoncturels sont extrêmement liés, le domaine d'influence des paramètres financiers ne semble pas avoir de limite très précise.

En matière de critère de rentabilité, l'influence du niveau des taux d'intérêt réels sur le coût des financements ne peut être mise en doute. Mais le niveau des taux d'intérêt réels exerce aussi une influence sur la marge fixée par les entreprises pour couvrir le risque que présente l'investissement industriel. A priori, il semble que cette marge ait plus pour origine l'incertitude des perspectives de croissance, d'évolution de la demande ou d'autres facteurs de même nature que le niveau des taux d'intérêt réels.

En fait, le niveau des taux d'intérêt réels intervient indirectement et exerce un effet de levier psychologique qui pèse sur la prime de risque fixée par l'industriel. Plus le coût réel du financement (représenté par le niveau des taux d'intérêt réels) sera élevé, moins l'entreprise acceptera de courir le risque d'un échec.

De la même façon, en matière de temps de retour, il semble bien que l'évolution extrêmement rapide des technologies, qui accroît le rythme d'obsolescence des équipements, joue un rôle déterminant. Cependant, là encore, les paramètres financiers exercent un poids prépondérant dans les calculs de temps de retour et incitent les industriels à ne retenir que les projets à temps de retour faible.

II. EST-IL NECESSAIRE ET POSSIBLE DE RENVERSER CETTE TENDANCE? ... QUELQUES SUGGESTIONS...

Les industriels se sont déclarés très préoccupés par les nombreux dangers que présente la situation que nous venons de décrire. Ils estiment le plus souvent que cette évolution n'est pas inéluctable et que des mesures seraient envisageables et nécessaires pour rendre l'environnement des entreprises plus favorable aux investissements.

L'objet de cette dernière partie n'est certes pas d'entrer dans le débat sur le thème de la nécessité d'une relance des investissements. Nous souhaitons seulement présenter ici les réflexions que nous ont inspirées notre analyse macroéconomique et notre enquête d'entreprises, ainsi que le point de vue des industriels quant au niveau des investissements.

II-1. UNE SITUATION PRESENTANT DE SERIEUX DANGERS.

La réticence qu'éprouvent les industriels à investir dans des équipements productifs se traduit par un très faible niveau des investissements physiques. Comme nous l'avons vu dans la partie macroéconomique, les entreprises étrangères consacrent des moyens nettement plus importants que les entreprises françaises aux investissements productifs et ce, notamment, depuis cinq ans. Alors qu'à l'étranger, le redressement de la situation financière des entreprises a au moins partiellement profité aux investissements physiques, ce n'est pas le cas en France.

Nous avons déjà souligné que la nature des investissements évoluait dans les entreprises. Celles-ci cherchent à améliorer ou à développer, en plus de la performance de leurs équipements de production, des éléments immatériels comme leur organisation,

- leur recherche et développement,
- le marketing, la publicité ou les réseaux commerciaux,
- la formation professionnelle.

Mais nous avons pu constater pour les investissements immatériels également un important retard des entreprises françaises par rapport à leurs concurrents étrangers.

D'aucuns suggèrent que ce retard en matière d'investissement constitue l'un des principaux facteurs responsables de l'affaiblissement de la compétitivité des entreprises françaises.

Les effets de cette baisse de compétitivité deviennent de plus en plus sensibles: le solde des échanges industriels, notamment, subit une dégradation très préoccupante, comme le précise notre analyse de l'évolution de la compétitivité des entreprises (cf chapitre I, partie A et chapitre II, annexe I).

Il faut, de plus, tenir compte d'un effet décalage dans le temps et d'un effet multiplicateur dans toute appréciation des éventuelles conséquences sur la balance commerciale des politiques industrielles suivies.

En supposant qu'il existe un lien de cause à effet entre un retard d'investissement et la dégradation de la balance commerciale, les éléments mesurés aujourd'hui, notamment le retard vis-à-vis des entreprises étrangères en matière d'investissements, n'auront d'effets sensibles sur la balance commerciale que dans un délai de quelques années, et avec une intensité peut-être beaucoup plus forte que le retard mesuré au départ.

En d'autres termes, les niveaux d'investissements que l'on a pu observer depuis cinq ans ne laissent guère présager de redressement du solde des échanges industriels dans un proche avenir.

Il semble donc urgent de renverser cette tendance à la baisse de la compétitivité des entreprises françaises.

De nombreux industriels estiment indispensable que les entreprises françaises augmentent leurs investissements à la fois matériels et immatériels dans le but:

- de réduire les coûts de fabrication. Si les taux de marge sont maintenus, il devrait en résulter une baisse des prix de vente.
- d'améliorer la qualité technique des produits et d'accroître leur adéquation à la demande exprimée par le marché.
- de développer leur agressivité commerciale.

II-2. QUELQUES SUGGESTIONS POUR AMELIORER LA COMPETITIVITE DES ENTREPRISES.

Nous assistons depuis quelques années à une phase de réduction de l'intervention de l'Etat dans la vie des entreprises. La plupart des suggestions que nous faisons s'inscrivent dans ce mouvement puisqu'elles ne reposent pas sur des "aides" de l'Etat.

Il s'agit essentiellement de modifier durablement l'environnement des entreprises pour le rendre plus favorable aux investissements industriels et de transformer en profondeur certains des déterminants des investissements.

Il existe cependant quelques cas particuliers où une intervention directe de l'Etat serait nécessaire, en particulier pour placer les entreprises françaises dans une situation semblable à celle de leurs concurrents.

Nous n'avons certes pas la prétention d'avoir enfin résolu la difficile question de la compétitivité des entreprises. Les suggestions que nous présentons ici mériteraient une étude très approfondie, qui sortirait du cadre de ce mémoire. Nous devons toutefois souligner les effets pervers que peuvent avoir les mesures proposées et qu'il convient de contrebalancer.

II-21. Des mesures incitatives en faveur des investissements productifs.

* Les écueils à éviter.

Les industriels estiment que les mesures incitatives sont a priori inefficaces si elles présentent certaines des caractéristiques suivantes:

- * saupoudrage, c'est-à-dire faiblesse du montant des fonds accordés dans le cas de subventions,
- * lourdeur de la mise en place des dossiers et longueur des procédures. Cela entraîne des coûts supplémentaires pour l'administration et pour les entreprises qui, par ailleurs, sont souvent obligées de prendre leurs décisions rapidement.
- * caractère provisoire des mesures.

Ces mesures ne doivent pas être limitées à un nombre défini de secteurs, mais concerner l'ensemble des entreprises. Elles ne doivent pas interférer avec la stratégie propre de l'entreprise.

Ces diverses remarques ne vont pas dans le sens des mesures fondées sur des subventions. Sauf cas très particuliers, la plupart des industriels que nous avons rencontrés estiment que les subventions ne sont pas un moyen très performant de relance de l'investissement.

Subventions et mesures provisoires n'ont en général pour seul effet que d'accélérer la réalisation d'un investissement qui aurait de toute façon été effectué. Elles n'incitent pas à entreprendre des investissements supplémentaires.

*** Des dispositions incitatives peuvent-elles avoir un effet?**

Notre enquête d'entreprises nous a amenés à classer les investissements productifs en deux catégories: les investissements stratégiques ou indispensables, d'une part; les investissements pour lesquels existe une possibilité de choix, d'autre part.

Les investissements de la première catégorie étant réalisés en priorité par l'entreprise, c'est surtout sur les investissements "non indispensables" que des mesures incitatives pourront avoir un effet.

Il s'agit donc de modifier de façon durable les critères qu'utilisent les entreprises pour déterminer le volume de leurs investissements. Comme nous l'avons précisé dans le chapitre II de la partie B, les entreprises fixent tout d'abord une enveloppe de fonds disponibles qui respecte les niveaux d'endettement ou de frais financiers qu'elles souhaitent atteindre. Elles sélectionnent ensuite les projets d'investissements qui seront finalement retenus à l'intérieur de l'enveloppe disponible, à partir de critères de rentabilité et de temps de retour.

* Suggestions pour la relance des investissements productifs.

La plupart des entreprises n'utilisent pas la totalité de leurs fonds disponibles pour effectuer des investissements physiques. Des mesures visant à augmenter la marge brute d'autofinancement:

- diminution du taux de l'impôt sur les sociétés,
- transformation de la taxe professionnelle,
- bonification des taux d'intérêt

ne semblent donc pas susceptibles d'accroître le volume de leurs investissements.

Même pour les entreprises qui sont encore limitées dans leurs investissements par des contraintes de financement, les industriels estiment beaucoup plus judicieux d'envisager *des mesures permettant de modifier la rentabilité des investissements industriels par rapport à celle des placements financiers*, dans un sens favorable aux premiers évidemment.

Des dispositions visant à réduire le niveau des taux d'intérêt réels auraient directement pour effet de diminuer la rentabilité des placements financiers. De plus, d'après notre analyse, elles auraient pour effet de réduire les exigences de rentabilité et de temps de retour que se fixent les entreprises quant à leurs investissements productifs.

De telles mesures supposent:

- de réduire le niveau des taux d'intérêt nominaux,
- ou d'augmenter le taux d'inflation.

Nous ne pouvons en quelques lignes faire une description satisfaisante des différentes étapes que pourraient comporter ces mesures. Il apparaît toutefois assez clairement que ces décisions de politique économique sont avant tout des décisions politiques.

Est-il alors possible d'envisager des mesures plus techniques et probablement moins difficiles à mettre en place?

Une première solution consiste à s'intéresser aux taux d'intérêt constatés par les entreprises plutôt qu'aux taux du marché. Une réduction du coût de l'intermédiation bancaire, grâce à une diminution des frais de gestion des banques, permettrait aux entreprises d'obtenir des taux moins élevés.

De plus, en réduisant le montant d'émission minimum des billets de trésorerie de 5 MF à 1 MF par exemple, il serait possible d'étendre aux petites entreprises les procédures de financement direct sur le marché monétaire - procédures qui évitent le coût de l'intermédiation bancaire.

A défaut d'agir directement sur les taux d'intérêt, on peut chercher à augmenter la rentabilité des investissements industriels en modifiant de façon structurelle la valeur des paramètres qui déterminent cette rentabilité.

Une réduction dans des proportions importantes de la durée d'amortissement des immobilisations corporelles aurait pour conséquence d'accroître le cash-flow dégagé par un investissement donné de la moitié de la variation du montant des amortissements (en prenant un taux de l'impôt sur les sociétés égal à 50% pour simplifier, et en se plaçant dans le cas des entreprises qui réalisent des bénéfices).

Cette mesure a des effets équivalents à une réduction du taux d'actualisation pris en compte dans le calcul de rentabilité de l'investissement; autrement dit, l'investissement en question satisfera plus facilement aux critères de rentabilité et de temps de retour imposés par l'entreprise.

Une telle mesure semble ainsi susceptible d'avoir un effet positif sur le volume des investissements réalisés par une entreprise.

Certes, une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés permettrait d'augmenter la rentabilité des investissements productifs. Mais dans quelles proportions? L'effet de seuil joue ici un rôle essentiel: pour qu'une mesure produise des effets sensibles sur le volume des investissements, il faut qu'elle permette d'augmenter très fortement la rentabilité des investissements productifs (de l'ordre de cinq points). La réduction à envisager sur les durées d'amortissement est alors de l'ordre de 50%.

Pour des raisons de coût, une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés - mesure qui, contrairement à la réduction des durées d'amortissement a un effet permanent sur le budget de l'Etat - ne peut dépasser quelques points. Mais une diminution, même de l'ordre de cinq points, du taux de l'impôt sur les sociétés a une influence très faible sur la rentabilité d'un investissement par rapport à une réduction de la durée d'amortissement dans les proportions énoncées ci-dessus.

II-22. Favoriser les investissements immatériels.

Comme nous l'avons déjà souligné, les investissements immatériels constituent un complément nécessaire des investissements productifs.

En dehors des investissements de recherche et développement, et parfois des investissements commerciaux, les investissements immatériels sont souvent liés à des investissements matériels. Ils interviennent dans toutes les phases de la vie des investissements productifs (préparation, réalisation, utilisation).

La plupart des industriels jugent donc indispensable d'associer à des mesures de relance des investissements productifs, des dispositions incitatives en faveur des investissements immatériels. Le traitement comptable et fiscal souvent peu favorable des investissements immatériels a en effet plutôt eu tendance à freiner leur développement.

Ces dispositions incitatives peuvent revêtir diverses formes:

* afin d'intensifier l'effort de recherche et de développement des entreprises, il serait possible d'utiliser plus largement les procédures suivantes:

- contrats d'études passés par l'Etat aux entreprises,
- crédits d'impôt-recherche

* afin de développer l'effort commercial des entreprises ou l'effort de formation professionnelle, il faudrait, par des mesures adaptées à la nature de chacun de ces investissements, permettre aux entreprises de répartir sur plusieurs exercices des dépenses lourdes et ponctuelles.

- la possibilité d'amortir les investissements commerciaux devrait alléger la charge que représente pour une entreprise le lancement de certains programmes de grande ampleur. Elle devrait par ailleurs inciter les entreprises à développer leur effort de création de réseaux commerciaux performants, en France et à l'étranger, ou de mise en place d'unités assurant un service après-vente de qualité.

- la possibilité de constituer des provisions pour les dépenses de formation professionnelle devrait également avoir un effet très incitatif.

Les mesures que nous avons envisagées au paragraphe II-21 pour favoriser une reprise des investissements productifs interviennent non pas au niveau de la décision d'investir, mais au niveau des modalités de choix d'investissement (c'est-à-dire au moment de la sélection d'un projet d'investissement parmi un ensemble de projets tous jugés intéressants par rapport à la stratégie de l'entreprise).

Or nous avons déjà identifié l'un des principaux facteurs de limitation des investissements productifs: c'est la réticence à prendre des risques qui conduit à l'élimination de projets qui correspondent cependant à la stratégie de l'entreprise.

Les entreprises françaises font relativement peu appel à des sociétés de conseil extérieures qui pourraient leur procurer des informations très utiles quant à l'intérêt que présentent certains projets d'investissement. Il serait ainsi possible d'éviter aux entreprises de rejeter un projet après une appréciation trop subjective du risque et d'accélérer la réalisation des investissements opportuns.

Il existe déjà des mesures destinées à favoriser le recours par les entreprises à un conseil extérieur, comme le FRAC (Fonds Régional d'Aide au Conseil). Mais ces mesures ne doivent pas nécessairement revêtir la forme de subventions. Des dispositions fiscales, comme le crédit d'impôt ou l'amortissement, permettraient de développer ces investissements immatériels qui interviennent en amont des investissements productifs.

Par rapport aux mesures incitatives en faveur des investissements productifs, les dispositions destinées à favoriser les investissements immatériels présentent l'avantage d'être relativement peu coûteuses pour l'Etat et d'avoir un effet de levier très important. Enfin, une politique de développement des investissements immatériels a, comme nous le verrons plus loin, des effets pervers beaucoup plus limités, en matière d'équilibre de la balance commerciale, qu'une relance des investissements productifs.

II-23. Des précautions importantes à prendre.

* Les mesures destinées à relancer les investissements matériels ou immatériels doivent inclure des dispositions permettant d'**harmoniser l'environnement des entreprises françaises avec les conditions dont bénéficient leurs concurrents étrangers.**

Les systèmes fondés sur des subventions constituent, pour beaucoup d'industriels, des procédures a priori peu incitatives pour une reprise des investissements. D'autant plus que ces mesures sont le plus souvent difficiles à gérer, coûteuses, et pas forcément toujours très bien ciblées.

Il ne faut cependant pas oublier que les gouvernements étrangers (Royaume-Uni, Irlande, Italie, Espagne,...) utilisent abondamment ce type d'aides pour soutenir l'activité des entreprises dans certains cas spécifiques, notamment pour attirer les investisseurs étrangers (USA, Japon,...)

Les Etats-Unis, la RFA ou le Japon subventionnent dans une très large mesure, et de façon très discrète, les activités de recherche-développement de leurs entreprises industrielles.

Il est donc souhaitable que les entreprises françaises ne soient pas défavorisées sur ce plan par rapport à leurs concurrents.

* Les mesures prises en matière de relance des investissements ont inévitablement **des effets négatifs qu'il s'agit de contrebalancer.**

Encore une fois, nous ne prétendons pas avoir trouvé *la solution miracle* qui permet d'éviter les effets pervers des mesures suggérées. Il nous semble cependant indispensable de souligner les risques, non négligeables, que peuvent présenter certaines des dispositions que nous venons d'évoquer.

En ce qui concerne l'équilibre de la balance commerciale, une politique de relance des investissements productifs, et dans une moindre mesure, des investissements immatériels, a des effets très néfastes.

Une relance des investissements se traduira en effet par une augmentation immédiate des importations d'équipements de production que l'industrie française n'est pas en mesure de fournir.

- Il faut donc s'efforcer de développer de façon prioritaire la puissance commerciale des entreprises. Ces investissements commerciaux permettront de compenser une partie de l'augmentation des importations par un accroissement des exportations.

- il serait envisageable de prendre des mesures visant à réduire la consommation intérieure. Ainsi une augmentation des importations de biens d'équipement professionnel serait compensée par une diminution des importations de biens d'équipement ménager ou de biens de consommation.

En ce qui concerne l'équilibre budgétaire, les mesures de relance représentent un certain coût pour l'Etat, que ce soit en raison de dispositions fiscales favorables aux entreprises ou d'autres types d'incitations.

Ces dépenses supplémentaires pourraient être équilibrées par une fiscalité plus lourde sur l'épargne. Cette mesure aurait par ailleurs pour conséquence de diminuer légèrement l'intérêt que présentent les placements financiers. La fiscalité sur l'épargne, en particulier la fiscalité sur les plus-values des titres de placement (taux d'imposition 16%) est en effet extrêmement avantageuse par rapport au taux de l'impôt sur les sociétés (45%).

En outre, en raison de l'importance des montants détenus sous forme d'actifs financiers, les modifications de taux d'imposition sur les revenus liés à l'épargne seraient de toute façon relativement minimales.

ANNEXE I

ETUDE MACROECONOMIQUE

Quand on observe, d'un point de vue macroéconomique, la situation des entreprises, un certain nombre d'éléments semblent constituer un paradoxe.

- La situation financière des entreprises s'est considérablement améliorée depuis 1983.
- Les investissements productifs en revanche ne progressent que très lentement.
- Certes, les perspectives de marché sont moroses mais la compétitivité des entreprises françaises s'affaiblit par rapport à celles de leurs concurrents étrangers. Laisseraient-elles se dégrader leur outil de production?
- Dans le même temps, on assiste à une explosion des marchés financiers, notamment en ce qui concerne le volume des transactions boursières. Les encours de titres détenus par les entreprises progressent dans des proportions considérables.

Voilà les constatations qui ont servi de point de départ à notre étude. Qu'en est-il réellement? Quelles sont les raisons de ces évolutions?

Avant de nous lancer dans l'analyse du problème qui nous était posé, il nous a semblé utile d'effectuer un point sur l'ensemble des informations macroéconomiques disponibles sur l'évolution de la situation financière des entreprises et les problèmes d'investissement.

Cette synthèse macroéconomique constitue la première partie de l'annexe I. Les facteurs le plus souvent retenus au niveau macroéconomique pour expliquer les évolutions observées quant à la situation et au comportement des entreprises, sont présentés dans la deuxième partie de cette annexe.

ANNEXE I

(1ère PARTIE)

BILAN MACROECONOMIQUE DE L'EVOLUTION DE LA SITUATION DES ENTREPRISES.

Nous n'apportons dans ce travail de synthèse aucun élément nouveau. Notre objectif était de dresser le cadre macroéconomique de notre étude à partir d'enquêtes et de travaux réalisés par de nombreux organismes économiques comme l'INSEE, le Ministère de l'Industrie, le Ministère des Finances, la Banque de France, l'OCDE, dont la liste figure dans l'annexe V.

Les conclusions que nous pouvons tirer de cette étude macroéconomique sont particulièrement significatives. Dans les grandes lignes, elles confirment entièrement les faits à partir desquels nous nous sommes interrogés.

I. - DEPUIS 1983, LA SITUATION FINANCIERE DES ENTREPRISES SE REDRESSE.

La situation financière des entreprises se détermine essentiellement en fonction de deux facteurs:

- leur rentabilité économique, ou les marges qu'elles réalisent, avant que les conditions de financement ne soient prises en compte.
- la charge que représente l'obtention de ressources financières suffisantes (poids de l'endettement, charges financières).

Ces deux facteurs évoluent de façon très parallèle sur la période 1973-1986 avec un léger retard du second sur le premier, qui constitue un des éléments moteurs du redressement.

I-1. LES MARGES ET LA RENTABILITE DES ENTREPRISES S'AMELIORENT.

I-11. Un mouvement de constante dégradation qui s'inverse à partir de 1983.

D'après l'INSEE (8), la rentabilité des entreprises ainsi que leurs marges subissent à partir de 1973 une dégradation régulière. Le taux de marge, rapport de l'excédent brut d'exploitation à la valeur ajoutée, en forte baisse depuis le premier choc pétrolier, se stabilise de 1975 à 1979, mais chute à nouveau après le second choc pétrolier et jusqu'en 1982.

L'industrie est le secteur le plus touché. En effet, dans l'industrie, le taux de marge passe de 26% en 1974 à 18.7% en 1982. Pour l'ensemble des Sociétés et Quasi-Sociétés hors Grandes Entreprises Nationales (SQS hors GEN), la dégradation s'arrête en 1981 avec un taux de marge de 22.3% alors qu'il se situait à 27.1% en 1974.

A partir de 1983, la tendance s'inverse. On constate depuis ce moment un redressement régulier des marges des entreprises.

La rentabilité des entreprises a évolué de façon semblable aux marges réalisées sur la période 1970-1983, comme le montrent les tableaux présentés ci-dessous.

Tableau n° 8.

Taux de valeur ajoutée

(Rapport de la valeur ajoutée à la production, en %).

	1970	1971	1973	1974	1975	1979	1980	1981	1982	1983
BIENS INTERMEDIAIRES.....	-	36,0	37,2	35,9	35,1	34,8	33,4	32,4	32,4	-
BIENS EQUIP. PROFESSION..	-	41,4	41,9	40,9	41,1	41,6	40,0	39,6	39,1	-
BIENS EQUIP. MENAGER.....	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AUTOMOBILE.....	-	34,7	37,0	33,7	34,8	33,4	32,0	31,2	30,2	-
BIENS CONSUM. COURANTE...	-	36,4	37,4	36,2	36,6	37,0	36,6	36,6	35,8	-
INDUSTRIE.....	-	37,1	38,2	36,7	36,8	36,7	35,6	35,6	35,2	-

Source: INSEE, Comptabilité Nationale, Sociétés imposées aux bénéfices industriels et commerciaux.

Tableau n° 9.

Taux de marge*(Excédent Brut d'Exploitation / Valeur Ajoutée, en %)*

	1970	1971	1973	1974	1975	1979	1980	1981	1982	1983
BIENS INTERMEDIAIRES.....	33,4	28,3	29,9	37,7	20,8	25,0	24,0	21,5	19,6	21,0
BIENS EQUIP. PROFESSION..	24,0	24,3	24,3	24,6	22,3	20,6	19,8	19,1	17,6	19,4
BIENS EQUIP. MENAGER.....	21,1	-	-	31,0	28,8	21,8	19,2	19,8	20,1	NS
AUTOMOBILE.....	17,5	21,1	22,3	16,9	17,9	22,3	16,8	15,2	14,1	13,2
BIENS CONSUM. COURANTE...	21,0	21,7	23,3	23,8	18,5	21,3	20,6	20,2	20,5	20,5
INDUSTRIE.....	26,2	24,8	26,0	29,0	20,5	22,5	21,1	19,8	18,7	19,5

Source: INSEE, Comptabilité Nationale, Sociétés imposées aux bénéfices industriels et commerciaux.

Tableau n° 10.

Taux de rentabilité économique*(E.B.E. / fonds propres + dettes non commerciales, en %)*

	1970	1971	1973	1974	1975	1979	1980	1981	1982	1983
BIENS INTERMEDIAIRES.....	16,7	-	-	21,4	9,9	12,6	12,3	11,0	10,3	10,9
BIENS EQUIP. PROFESSION..	11,9	-	-	13,5	11,2	10,2	9,7	9,2	8,0	8,5
BIENS EQUIP. MENAGER.....	10,4	-	-	18,8	17,1	12,1	11,2	11,3	10,8	NS
AUTOMOBILE.....	11,1	-	-	12,2	13,1	16,6	11,4	10,8	9,7	8,8
BIENS CONSUM. COURANTE...	15,1	-	-	19,0	14,4	18,4	17,9	17,4	17,5	17,3
INDUSTRIE.....	14,5	-	-	17,9	11,5	13,2	12,3	11,5	10,7	10,9

Source: INSEE, Comptabilité Nationale, Sociétés imposées aux bénéfices industriels et commerciaux.

Les résultats sont très contrastés suivant les secteurs. C'est dans les biens intermédiaires que la situation, de 1970 à 1982, s'est de loin le plus dégradée. Dans les biens d'équipement professionnel, la relative résistance du taux de valeur ajoutée, rapport de la valeur ajoutée à la production, limite

l'ampleur du processus de dégradation. Dans l'automobile et le matériel de transport terrestre, la rentabilité économique qui s'était maintenue jusqu'en 1977 subit ensuite une diminution très rapide. Dans les biens de consommation courante, le taux de marge et la rentabilité économique ne baissent que peu.

Depuis 1983, le redressement est très net dans tous les secteurs. Les tableaux qui suivent traduisent cette tendance à la hausse pour l'ensemble des SQS hors GEN.

En 1985, les taux de marge n'ont toutefois pas retrouvé le niveau de 1973.

Tableau n° 11.

**Décomposition de la valeur ajoutée
des sociétés non financières hors GEN
(1970-1985)**

(en % de la valeur ajoutée)

	1970	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
TAUX DE VALEUR AJOUTÉE (%)		45,5	48,4	48,3	49,4	50,2	49,3	48,3	47,7	48,0	48,8	48,5	ND
E.B.E.....	28,7	27,1	24,7	24,5	24,4	24,1	24,0	23,1	22,3	22,3	22,5	23,3	24,3
Impôts nets de subventions	7,4	6,9	6,8	6,4	6,8	7,0	7,5	7,3	6,6	6,8	6,9	7,3	7,4
Rémunération des salariés, dont :	63,9	66,0	68,5	69,1	68,8	68,9	68,5	69,6	71,1	70,9	70,6	69,4	68,3
-salaires bruts.....	49,4	50,9	51,7	52,0	51,5	51,4	50,6	51,4	52,5	52,0	51,2	50,1	49,1
- cotisations sociales....	14,5	15,1	16,8	17,1	17,3	17,5	17,9	18,2	18,6	18,9	19,4	19,3	19,2

Source: INSEE, Comptes de la Nation, base 1971.

Tableau n° 12.

**Décomposition de la valeur ajoutée
des sociétés non financières hors GEN
(1977-1986)**

(en % de la valeur ajoutée)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
TAUX DE VALEUR AJOUTEE (%)	45,2	46,1	45,2	43,9	44,0	44,2	44,8	44,9	45,4	47,5
E.B.E... (Taux de marge)...	26,4	25,9	25,9	24,1	24,2	24,0	24,2	25,1	25,9	28,1
Impôts nets de subventions	7,0	7,3	7,4	7,4	6,9	7,1	7,3	7,4	7,6	7,7
Rémunération des salariés. dont :	66,6	66,8	66,7	68,5	68,9	69,0	68,5	67,5	66,5	64,2
-salaires bruts.....	50,4	50,8	50,3	51,4	51,7	51,6	50,7	49,7	48,6	46,8
- cotisations sociales....	16,2	16,0	16,4	17,1	17,2	17,4	17,8	17,8	17,9	17,4

Source: INSEE, *Comptes de la Nation*, base 1980.

Note: Le décalage dans les données fournies par l'INSEE, dans les rapports sur les Comptes de la Nation entre 1985 et 1986 s'explique par le changement de base effectué en 1986 (cf Avertissement).

**I-12. Quels sont les principaux éléments qui peuvent expliquer
cette dégradation puis ce redressement ?**

Le taux de marge varie en fonction de la croissance relative des impôts et frais de personnel par rapport à la valeur ajoutée.

En effet, les impôts et surtout la rémunération des salariés, qui représente de loin la masse la plus importante, viennent se déduire de la valeur ajoutée pour former l'excédent brut d'exploitation.

* Sans entrer dans une étude détaillée des différents facteurs d'évolution de la valeur ajoutée -notamment les fluctuations de la demande-, il est intéressant de souligner quelques points marquants. La croissance de la

valeur ajoutée, qui s'était maintenue de 1973 à 1978, est très ralentie à partir du second choc pétrolier. Le taux de valeur ajoutée passe ainsi, pour l'ensemble des SQS hors GEN, de 45.5% en 1974 à 50.2% en 1978, puis décroît régulièrement jusqu'en 1982.

En effet, dans les industries manufacturières, le second choc pétrolier se traduit par une hausse des coûts unitaires de consommations intermédiaires. Cette hausse qui atteint 13.9% par an pendant trois ans n'est totalement compensée,

- ni par l'augmentation des prix à la production (12% en moyenne pour les prix, contre 13.9% pour les consommations intermédiaires sur la même période, puis blocage des prix en France en 1982),
- ni par une amélioration suffisante de la productivité du facteur travail,
- ni par l'amélioration de l'efficacité de la production par rapport aux facteurs énergie-matières premières (progrès technique).

* De plus, **dès 1973, le partage de la valeur ajoutée s'oriente dans un sens défavorable aux entreprises**: en effet, la part de la rémunération des salariés passe de 63.9% de la valeur ajoutée en 1970 à 71.1% en 1981.

Les salaires bruts, qui avaient progressé plus rapidement que la valeur ajoutée de 1973 à 1976, voient leur poids décroître de 1976 à 1979 puis augmenter à nouveau jusqu'en 1981, où l'on retrouve le niveau de 1976.

Cette quasi-stabilité de la part des salaires bruts s'oppose à la constante et forte progression de la part des cotisations sociales (15.1% de la valeur ajoutée en 1974 et 19.4% en 1983). Les réductions d'effectifs, à partir de 1978, ne peuvent totalement compenser l'augmentation du poids des cotisations sociales.

* Enfin, les impôts et taxes diverses progressent dans un sens défavorable aux entreprises de 1976 à 1979, puis à nouveau à partir de 1981 avec toutefois un ralentissement très marqué entre 1979 et 1981.

Ces différents facteurs se conjuguent pour expliquer la décroissance du taux de marge jusqu'en 1982. Mais **à partir de 1983, les tendances se renversent**. Les taux de marge et de rentabilité économique s'orientent à la hausse.

Tout d'abord, le taux de valeur ajoutée retrouve en 1983 une forte croissance. Il atteint la valeur de 48.8% en 1983, contre 48.0% en 1982 et 47.7% en 1981.

Deux causes sont à l'origine de ce redémarrage. D'une part pour compenser les pertes subies sur le marché intérieur et malgré le risque de perdre des

parts de marché, les industriels augmentent les prix à l'exportation. Or, dans le même temps les exportations se développent. D'autre part, la hausse des prix des consommations intermédiaires connaît une nette décélération: En 1981, la hausse des prix était de 15.1% pour les consommations intermédiaires, contre 12.1% à la production. En 1983, cet écart se réduit à 1.4 point avec 7.2% de hausse pour les prix à la production.

La croissance de la valeur ajoutée se modère toutefois en 1984, prix et volume progressant plus faiblement.

A cette augmentation de la valeur ajoutée s'ajoute **dès 1982 une baisse de la part de la rémunération des salariés**, qui s'est poursuivie jusqu'à maintenant. Ce phénomène s'explique surtout par la nette diminution de la part des salaires bruts dans la valeur ajoutée. La part des cotisations sociales continue d'augmenter en 1983, puis se stabilise. La baisse de la part des salaires bruts provient tant du ralentissement de la croissance du taux de salaire horaire, que de forts gains de productivité observés dans l'industrie à la suite d'importantes réductions d'effectifs. Ces tendances se poursuivent de 1984 à 1986, le redressement du taux de marge allant plutôt en s'accéléérant.

La comparaison des différentes composantes de la valeur ajoutée entre 1970 et 1985 est instructive. En 1970 et en 1985, les salaires représentent des poids équivalents dans la valeur ajoutée (cf tableau n° 11). Il en est de même pour les impôts liés à la production. La diminution du taux de marge entre ces deux années est donc imputable à la progression des cotisations sociales.

I-2. LA STRUCTURE FINANCIERE DES ENTREPRISES S'ASSAINIT.

Dès que leurs marges et leur rentabilité économique ont commencé à se redresser, les entreprises semblent avoir eu un objectif prioritaire: revenir à des structures financières plus acceptables. En effet, leur taux d'endettement a continuellement augmenté de 1970 à 1983, arrivant à des niveaux très pénalisants pour leurs résultats.

I-21. Après une forte progression, le poids de l'endettement commence à diminuer.

Un des éléments très significatifs de cette évolution concerne la part de l'endettement à long terme dans les ressources permanentes des entreprises. La progression de l'endettement à long terme est vraiment sensible entre 1971 et 1982, n'étant que provisoirement stoppée en 1978-79.

Tableau n° 13.

Structure des capitaux permanents dans l'Industrie (1971-1982)

(Dettes à long et moyen terme / Capitaux Permanents, en %)

	1971	1973	1974	1975	1979	1980	1981	1982
INDUSTRIE.....	32,5	35,7	35,4	40,2	38,5	42,4	43,8	48,5

Source: INSEE, Comptabilité Nationale, Sociétés imposées aux bénéfices Industriels et Commerciaux.

Si l'on veut mesurer la progression de l'endettement global des entreprises entre 1970 et 1983, là encore les chiffres sont particulièrement éloquent.

Tableau n° 13.

**Taux d'endettement dans l'Industrie
(1970-1983)**

(Dettes / Actifs, en %)

	1970		1974	1975	1979	1980	1981	1982	1983
BIENS INTERMEDIAIRES.....	0,99		1,41	1,74	1,66	2,12	2,13	2,65	2,98
BIENS EQUIP. PROFESSION..	2,02		2,52	2,92	2,79	3,14	3,39	3,72	4,00
BIENS EQUIP. MENAGER.....	1,42		1,08	1,05	1,06	1,11	1,32	1,61	NS
AUTOMOBILE.....	1,38		1,53	1,73	1,42	1,64	2,12	2,83	2,76
BIENS CONSON. COURANTE...	0,94		1,27	1,33	1,37	1,44	1,56	1,69	1,74
INDUSTRIE.....	1,23		1,61	1,90	1,82	2,14	2,31	2,71	2,92

Source: INSEE, Comptabilité Nationale. Sociétés imposées aux bénéfices Industriels et Commerciaux.

Le taux d'endettement est calculé ici à partir des données de bilan. En raison de la non-réévaluation des actifs, il donne peut-être une vision trop pessimiste de l'évolution des dettes. Quoi qu'il en soit, les niveaux atteints en 1983 étaient préoccupants.

Cette montée de l'endettement s'explique par le phénomène de **l'effet de levier**, comme l'exposent MM. V. LEVY-GARBOUA et G. MAAREK dans leur ouvrage *La Dette, le Boom, la Crise* (57). Pendant les années de fort rendement économique, l'endettement permettait aux entreprises d'accroître la rentabilité de leurs fonds propres. En effet, utiliser des capitaux d'emprunts rémunérés à un taux inférieur au taux de rentabilité économique de l'entreprise donne la possibilité de dégager un profit différentiel qui vient accroître la marge de l'entreprise. Dans le cas où l'entreprise est bénéficiaire, ce phénomène est amplifié par une fiscalité qui permet d'obtenir une réduction d'impôt de 50% (à l'époque) du montant des frais financiers engagés.

L'effet de levier se mesure de la façon suivante:

- * si le taux de rentabilité financière est le rapport de l'excédent brut d'exploitation net de frais financiers aux fonds propres,
- * si le taux de rentabilité économique est le rapport de l'excédent brut d'exploitation aux capitaux engagés (endettement + fonds propres),

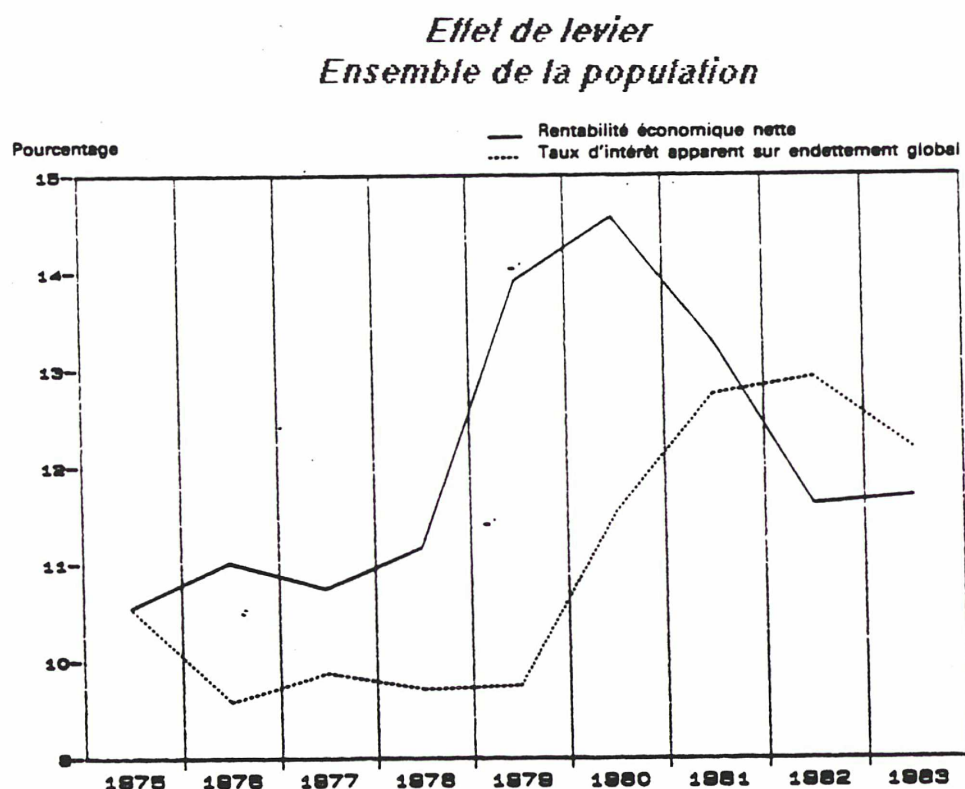
alors le taux de rentabilité financière est égal à la somme

du taux de rentabilité économique
et de l'effet de levier.

où effet de levier = $(\text{taux de rentabilité économique} - \text{taux d'intérêt})$
 $\times (\text{dettes/fonds propres})$

Le taux d'intérêt à prendre en compte ici est le taux d'intérêt apparent sur endettement global (notion définie au paragraphe I-23).

Graphique n° 15.



Source: BANQUE DE FRANCE, Echantillon de 5000 entreprises adhérant à la Centrale des Bilans, issues des secteurs Energie, Industrie, BGCA, Commerce.

1982 est une date charnière. Jusqu'à ce moment, l'effet de levier jouait en faveur des entreprises. ***A partir de 1982, en raison d'une hausse des taux d'intérêt réels et d'une baisse de la rentabilité économique des entreprises, l'effet de levier s'inverse.*** Les entreprises sont alors d'autant plus pénalisées qu'elles sont plus endettées. L'effet de levier positif dont ont bénéficié les grandes entreprises jusqu'en 1981 s'expliquait plus par le niveau très bas des taux d'intérêt auxquels elles avaient accès (plus faibles que pour les PME et même négatifs en termes réels) que par une bonne rentabilité économique.

Une étude menée par la Banque de France (17) a montré que, contrairement aux grandes entreprises, les PME continuent à bénéficier d'un effet de levier positif après 1982, du fait de leur plus forte rentabilité économique. De plus, les PME ont moins eu tendance que les Grandes Entreprises à jouer sur l'effet de levier: en effet, leurs programmes d'investissement se font à terme sensiblement plus rapproché que pour les grandes entreprises, d'où une incitation beaucoup plus faible à profiter de l'érosion monétaire due à l'inflation.

Les entreprises ont été particulièrement tentées d'utiliser cet effet de levier en raison de la dégradation de leurs résultats financiers. Face à des besoins pourtant modestes, puisque les immobilisations n'augmentent que de 7.5% par an entre 1979 et 1983 note l'INSEE (6), les entreprises pallient l'insuffisance de leurs fonds propres en accroissant leur endettement à long terme. Cette augmentation de l'endettement à long terme ne permet cependant pas de satisfaire la croissance des besoins en fonds de roulement. Les entreprises développent également leurs dettes à court terme.

En 1982-1983, les entreprises s'aperçoivent que leur endettement excessif pénalise leurs résultats. Elle se lancent alors dans une politique de désendettement, dont les effets commencent juste à être sensibles en 1985. D'après la Banque de France, le rapport endettement sur ressources propres de l'Industrie, calculé sur un échantillon de 5000 entreprises, passe de 68.2% en 1984 à 63.9 % en 1985. Ce ratio avait augmenté jusqu'en 1984, avec une croissance cependant fort ralentie depuis 1982. Dans ce ratio, l'endettement représente la somme des emprunts et des crédits bancaires de trésorerie; les ressources propres représentent la somme des fonds propres, des fonds d'amortissement et des provisions.

Tableau n° 15.

Ressources des sociétés non financières hors GEN

(en %)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Ressources							
- Epargne Brute.....	53,9	45,0	39,6	38,6	42,4	45,2	47,4
- Aide nette à l'investissement.	1,1	1,0	0,9	1,7	2,0	1,9	2,1
- Actions et participations.....	9,9	11,8	17,1	11,6	16,6	19,9	17,0
- Obligations.....	1,5	0,2	1,0	1,9	1,1	2,3	5,1
- Crédits à court terme.....	18,1	19,9	17,8	19,4	26,3	18,7	10,5
- Crédits long et moyen terme	15,5	22,1	23,6	26,8	11,6	12,0	17,1
TOTAL.....	100	100	100	100	100	100	100

Source: INSEE, Comptes de la Nation, base 1971.

Tableau n° 16.

Ressources des sociétés non financières hors GEN

(en %)

	1983	1984	1985	1986
Ressources				
- Epargne Brute.....	47,6	51,6	54,9	49,9
- Transferts nets en capital	1,8	2,2	3,5	2,2
- Actions et participations..	16,6	17,5	23,0	25,8
- Obligations.....	2,0	2,4	5,1	2,6
- Crédits à court terme.....	3,8	1,2	1,4	2,4
- Crédits long et moyen terme	28,2	25,1	14,0	15,7
- Bons négociables nets.....	0,0	0,0	-1,9	1,4
TOTAL.....	100	100	100	100

Source: INSEE, Comptes de la Nation, base 1980.

Les effets de cette politique de désendettement se traduisent également dans le tableau de financement des entreprises. Depuis 1983, les financements par fonds propres favorisés par un marché boursier en pleine expansion représentent une part croissante des ressources des entreprises, tandis que les recours aux emprunts à long et moyen terme n'ont cessé de diminuer.

I-22. La structure de l'endettement se consolide.

Pour être en mesure d'évaluer l'influence de l'endettement sur les résultats des entreprises, il est indispensable d'étudier non seulement le niveau, mais aussi la structure de cet endettement. La répartition des dettes à long et moyen terme et des dettes à court terme a des conséquences très sensibles en termes de frais financiers.

Un rapport de la Banque de France (17) examine de façon très détaillée comment a évolué la structure de l'endettement des entreprises au moment des deux chocs pétroliers et dans les périodes intermédiaires. Nous en reprenons ici les principaux résultats, concernant plus particulièrement les entreprises industrielles.

L'endettement des entreprises, d'où l'on exclut les créances commerciales, est réparti en trois catégories:

- 1. Emprunts bancaires et obligataires,
- 2. Comptes d'associés et autres emprunts,
- 3. Concours bancaires de trésorerie.

Tableau n° 17.

**Structure de l'endettement des entreprises
(1975-1983)**

(en %)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
INDUSTRIE									
Emprunts bancaires et obligataires...	34,7	37,2	39,5	38,9	40,5	39,2	39,2	38,0	39,0
Comptes d'associés et autres emprunts	20,5	19,8	19,5	18,6	18,2	19,2	22,2	24,4	23,8
Concours bancaires de trésorerie.....	44,8	43,0	41,0	42,5	41,3	41,0	38,6	37,6	37,2
ENSEMBLE DES ENTREPRISES									
Emprunts bancaires et obligataires...	33,1	35,5	37,3	37,4	37,9	36,6	37,1	35,9	37,1
Comptes d'associés et autres emprunts	22,4	23,1	22,9	21,4	22,1	22,5	23,9	24,6	24,0
Concours bancaires de trésorerie.....	44,4	41,4	39,8	41,2	40,0	40,9	39,0	39,5	38,9
PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES									
Emprunts bancaires et obligataires...	25,0	26,5	26,4	25,9	26,0	24,4	24,6	24,4	25,0
Comptes d'associés et autres emprunts	17,9	18,0	17,4	17,6	16,6	16,6	16,8	16,5	16,6
Concours bancaires de trésorerie.....	57,1	55,5	56,2	56,5	57,4	59,0	58,6	59,1	58,4
GRANDES ENTREPRISES									
Emprunts bancaires et obligataires...	35,7	38,1	40,3	40,8	41,3	40,1	40,5	38,8	40,1
Comptes d'associés et autres emprunts	23,6	24,6	24,4	22,5	23,7	24,2	25,8	26,5	25,8
Concours bancaires de trésorerie.....	40,7	37,3	35,3	36,7	35,0	35,7	33,7	34,7	34,1

Source: BANQUE DE FRANCE, Echantillon de 5000 entreprises adhérant à la Centrale des Bilans, issues des secteurs Energie, Industrie, BGCA, Commerce.

***Au moment des deux chocs pétroliers**, les entreprises subissent d'abord un gonflement de leurs besoins en fonds de roulement, tandis que la baisse de leurs marges ne les pousse guère à investir. Elles sont donc amenées à solliciter presque exclusivement des crédits courts, d'autant que le coût de ces crédits est renégociable. Les firmes peuvent ainsi bénéficier des baisses de taux dès qu'elles se produisent, ce qui n'est évidemment pas le cas pour les crédits long à taux fixe. De fait, jusqu'en 1983, les crédits à moyen et long terme à taux révisables étaient encore peu utilisés.

*** Après le premier choc pétrolier**, les firmes se sont d'abord désengagées à court terme, sollicitant plus largement le poste "associés et autres emprunts". De 1976 à 1979, période de détente des taux d'intérêt, les sociétés poursuivent d'abord la consolidation de leur endettement.

* Après le second choc pétrolier, une certaine consolidation de l'endettement s'opère comme en 1975, en dépit d'une conjoncture de taux encore élevés. La part de l'endettement à court terme se réduit au profit des emprunts obligataires notamment, mais aussi des autres emprunts, parmi lesquels figurent les emprunts participatifs. Ces derniers qui ont commencé à se développer à partir de 1981 sont largement utilisés en 1982. En 1983, la détente des taux d'intérêt devenant plus sensible, les sociétés contractent à nouveau des emprunts, notamment des emprunts bancaires dans l'Industrie. Sur l'ensemble de la période 1975-83, on constate une chute importante des concours bancaires de trésorerie (44.8% en 1975 contre 37.2% en 1983.)

* Actuellement, les entreprises poursuivent la consolidation de leur endettement (cf tableaux 15 et 16). Parmi les financements par emprunts, la part relative des recours aux emprunts bancaires long et moyen terme ou aux emprunts obligataires a nettement augmenté par rapport aux recours aux emprunts court terme. Les emprunts court terme représentent 11.1% des recours aux emprunts en 1983 et 6.8% en 1985 (chiffres en base 1980).

I-23. Après l'emballlement observé jusqu'en 1982, les charges financières décroissent.

* Analyse des taux d'intérêt apparents.

La Banque de France analyse le poids des frais financiers en introduisant la notion de taux d'intérêt apparent. Le taux d'intérêt apparent peut se calculer sur l'endettement global ou sur l'une des composantes de l'endettement global, définies au paragraphe précédent.

Le taux d'intérêt apparent sur endettement global est égal au rapport des frais financiers relatifs à l'endettement total de l'année de référence à la moyenne des endettements totaux de l'année de référence et de l'année précédente.

Si t est l'année de référence, le taux d'intérêt apparent sur endettement global est donné par la formule:

$$FF(t)/0.5*((E(t)+E(t-1)))$$

où FF et E représentent respectivement les frais financiers et l'endettement.

On obtient par analogie les taux d'intérêt apparents correspondant aux différentes composantes de l'endettement total.

Les taux d'intérêt apparents peuvent être assimilés à des coûts unitaires d'endettement.

Comment évoluent les taux d'intérêt apparents?

D'après la Banque de France, dont l'étude mentionnée plus haut porte sur la période 1975-83 et sur un échantillon de 5000 entreprises, le **taux de base bancaire** a une influence très nette sur le taux d'intérêt apparent sur endettement global. Cela s'explique par le poids, dans l'endettement global, des concours bancaires de trésorerie, dont la rémunération est très liée aux variations du taux de base bancaire. Quelles que soient les années, les concours bancaires de trésorerie contribuent par leur coût et par leur masse pour plus de 50% à la formation du taux d'intérêt apparent sur endettement global.

Les différences de taux d'intérêt apparent entre les entreprises sont davantage liées à leur **taille** qu'à leur activité. Les grandes entreprises disposent en effet d'un choix plus large de ressources. En 1983, on constate un écart de 2,1 points entre PME et grandes entreprises en ce qui concerne le taux d'intérêt apparent sur endettement global. Cet écart est dû au poids très important des concours bancaires de trésorerie pour les PME, type de crédit dont le taux de rémunération est le plus élevé, ainsi qu'à un différentiel de taux constaté entre PME et grandes entreprises pour tous types de crédits.

Tableau n° 18.

*Evolution des taux d'intérêt apparents dans l'Industrie**(en %)*

INDUSTRIE	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
TAUX D'INTERET APPARENT SUR ENDETTEMENT GLOBAL.....	11,1	10,8	9,9	10,1	9,9	10,0	11,7	12,9	12,6	12,0
a1 Emprunts bancaires et obligataires.....		34,7	37,2	39,5	38,9	40,5	39,2	39,2	38,0	39,0
i1 Taux d'int. sur emp. banc. et oblig.....	9,3	10,0	9,8	9,7	9,3	9,8	10,3	11,2	11,7	11,2
a2 Comptes d'associés et autres emprunts.....		20,5	19,8	19,5	18,6	18,2	19,8	22,2	24,4	23,8
i2 Taux d'int. sur compt. d'assoc.+aut. empr.	5,7	5,0	5,4	4,5	4,8	5,2	5,2	6,3	5,6	5,4
a3 Concours bancaires de trésorerie.....		44,8	43,0	41,0	42,5	41,3	41,0	38,6	37,6	37,2
i3 Taux d'int. sur conc. banc. de trésorerie.	14,9	14,1	12,1	13,2	12,7	12,4	16,2	18,3	18,1	17,1
TAUX DE BASE BANCAIRE.....	11,5	12,0	8,5	9,5	9,3	9,0	11,5	12,3	14,0	13,0

Source: BANQUE DE FRANCE, Echantillon de 5000 entreprises, adhérant à la Centrale des Bilans, issues des secteurs Energie, Industrie, BGCA, Commerce.

Tableau n° 19.

*Evolution du taux d'intérêt apparent
sur endettement global dans l'Industrie**Ecart PME - Grandes entreprises**(en %)*

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
ENSEMBLE.....	11,1	10,6	9,6	9,9	9,7	9,8	11,5	12,8	12,9	12,2
PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES.	12,9	12,4	11,3	11,8	11,4	11,7	13,9	15,0	15,1	13,9
GRANDES ENTREPRISES.....	10,6	10,0	9,1	9,4	9,2	9,2	10,9	12,2	12,4	11,8
ECART.....	2,3	2,4	2,2	2,4	2,2	2,5	3,0	2,8	2,7	2,1

Source: BANQUE DE FRANCE, Echantillon de 5000 entreprises, adhérant à la Centrale des Bilans, issues des secteurs Energie, Industrie, BGCA, Commerce.

On peut constater plusieurs phases dans l'évolution des taux d'intérêt apparents:

- de 1974 à 1976, en réaction au premier choc pétrolier, les entreprises consolident leur endettement. Elles bénéficient de plus d'une détente des taux d'intérêt, notamment sur le court terme. Le taux d'intérêt apparent sur endettement global diminue de 1.2 point pour l'industrie et de 1.5 point pour l'ensemble des entreprises.

- de 1976 à 1979, stabilité.

- de 1979 à 1981, le second choc pétrolier conduit à une augmentation des taux d'intérêt et à une progression des concours bancaires de trésorerie. Ces deux éléments entraînent un alourdissement du taux d'intérêt apparent sur endettement global.

- en 1982 et 1983, comme après le premier choc pétrolier, les taux d'intérêt se détendent, quoique restant à un niveau assez élevé; les entreprises consolident leur dette. Cela conduit à une diminution du taux d'intérêt apparent sur endettement global, plus faible toutefois qu'après le premier choc pétrolier. Dans l'Industrie, le taux d'intérêt apparent sur endettement global reste à 12% alors qu'il était descendu à 9% en 1976.

- depuis 1984, les taux d'intérêt ont continué de se détendre. Les taux d'intérêt apparents sur endettement global ont retrouvé des niveaux comparables à 1974. Mais l'inflation ayant baissé à un rythme beaucoup plus rapide que les taux d'intérêt nominaux, les taux d'intérêt réels sont très élevés depuis 1983.

En raison de la Réforme des Marchés Financiers entreprise à partir de 1984 et qui donne aux entreprises accès au marché monétaire, le taux de base bancaire joue beaucoup moins qu'auparavant un rôle directeur. Les écarts de taux d'intérêt apparent entre grandes et moyennes entreprises tendent à se réduire. Ces entreprises ont une taille suffisante pour émettre des billets de trésorerie à des taux voisins de celui du marché monétaire. De plus une concurrence bancaire accrue permet à ces entreprises d'obtenir des emprunts à des conditions très favorables. En revanche, les petites entreprises n'ont semble-t-il guère bénéficié pour l'instant de la Réforme des Marchés Financiers.

*** Analyse des prélèvements financiers.**

Pour évaluer le poids des charges financières dans les résultats d'exploitation des entreprises, nous utiliserons ici le taux de prélèvement financier, qui rapporte les frais financiers à l'excédent brut d'exploitation.

Les frais financiers étant égaux au produit du taux d'intérêt apparent par l'endettement moyen sur deux années consécutives (cf définition plus haut), leur évolution découle d'une part des fluctuations du taux d'intérêt apparent, d'autre part des variations du volume d'endettement.

L'étude que nous avons menée sur l'endettement des entreprises ainsi que sur leur excédent brut d'exploitation permet de mettre en évidence les principaux éléments ayant une influence sur le taux de prélèvement financier.

Tableau n° 20.

***Evolution du taux de prélèvement financier
dans l'Industrie
(1970-1983)***

(en %)

FRAIS FINANCIERS/E.B.E.	1970	1971	1973	1974	1975	1979	1980	1981	1982	1983
BIENS INTERMEDIAIRES.....	23,7	31,2	37,5	26,4	59,3	40,0	48,4	65,3	74,0	64,0
BIENS EQUIP. PROFESSION..	28,1	27,4	26,8	31,8	35,2	28,2	33,9	38,8	43,8	41,4
BIENS EQUIP. MENAGER.....	43,1			26,6	30,6	32,3	47,2	53,7	51,9	NS
AUTOMOBILE.....	38,0	33,5	26,3	54,0	51,4	29,3	49,8	74,3	90,0	102,7
BIENS CONSOM. COURANTE...	32,5	29,4	28,0	34,6	44,9	31,6	38,6	41,7	39,5	38,1
INDUSTRIE.....	27,6	30,0	28,7	30,7	47,2	33,8	42,4	52,4	57,0	53,2

Source: INSEE, Comptabilité Nationale, Sociétés imposées aux bénéfices Industriels et Commerciaux.

On constate sur ce tableau que, ***jusqu'en 1982, les résultats d'exploitation des entreprises sont de plus en plus entamés par les charges financières.*** La progression des charges financières est considérable puisque, pour l'ensemble des entreprises industrielles, le taux de prélèvement financier fait plus que doubler de 1970 à 1982, passant de 27.6% à 57%. Les biens intermédiaires et le secteur automobile sont particulièrement touchés.

Si l'on examine la situation des différents secteurs industriels à un niveau de détail plus important (niveau S, 54 rubriques), on s'aperçoit que certains secteurs connaissent de très graves difficultés. En 1982, la sidérurgie, la construction navale et les fibres textiles ont un excédent brut d'exploitation négatif. Ces secteurs sont en déficit avant même que l'on impute les charges financières. Dans cinq autres secteurs (extraction du minerai de fer, construction ferroviaire, machinisme agricole, machines-outils, pneumatiques), le taux de prélèvement financier dépasse les 100%: l'excédent brut d'exploitation ne suffit pas à payer les intérêts. Dans le secteur automobile, le taux de prélèvement financier n'a cessé de progresser, passant de 29% en 1979 à plus de 100% en 1983.

A l'opposé, quelques secteurs comme la pharmacie, la parachimie et l'industrie laitière n'ont eu à supporter qu'un faible accroissement du taux de prélèvement financier, qui ne dépasse pas 35% en 1981-83.

A partir de 1983, le sens de progression du taux de prélèvement financier s'inverse.

Tableau n° 21.

**Poids des charges financières
dans les sociétés non financières hors GEN
(1977-1986)**

(en %)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
TAUX DE MARGE.....	26,4	25,9	25,9	24,1	24,2	24,0	24,2	25,1	25,9	28,1
Intérêts versés/Excédent Brut d'Exploitation.....	30,7	30,1	30,3	35,9	40,9	40,4	38,6	38,1	36,3	34,3

Source: INSEE, *Comptes de la Nation*.

Pour l'ensemble des sociétés, hors Grandes Entreprises Nationales, le rapport des intérêts versés à l'excédent brut d'exploitation passe de 40.4% en 1982 à 34.3% en 1986. En effet de nombreuses entreprises s'orientent vers une politique de désendettement qui conduit à une baisse du taux d'endettement à partir de 1984. De plus, on assiste à une légère baisse du taux d'intérêt apparent: les entreprises s'efforcent de réduire le poids relatif des concours bancaires de trésorerie et bénéficient d'une détente généralisée des taux d'intérêt.

I-3. EN CONSEQUENCE, LE TAUX D'EPARGNE DES ENTREPRISES PROGRESSE SENSIBLEMENT.

Les années 1982-83 constituent pour l'évolution de l'épargne des entreprises, comme pour leurs marges ou le poids de leurs frais financiers, des années pivot. A partir de 1983, l'amélioration des marges et de la structure financière des entreprises conduit naturellement à un redressement de leur taux d'épargne (rapport de l'épargne brute à la valeur ajoutée).

Tableau n° 22.

Décomposition de l'Excédent Brut d'Exploitation des sociétés non financières hors GEN (1974-1985)

(en % de la valeur ajoutée)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
EPARGNE BRUTE (Taux d'épargne)	10,1	10,0	10,3	10,2	11,0	11,3	9,9	8,0	7,9	8,7	10,0	10,4
Impôts sur les bénéfices.....	4,6	3,1	3,7	4,1	3,4	3,7	3,9	4,0	3,6	3,4	3,4	3,7
Divers.....	1,4	1,4	1,1	0,8	1,0	0,4	-0,1	-0,2	0,4	0,5	0,3	0,8
Dividendes nets versés.....	4,1	4,0	3,7	3,7	3,6	3,8	3,7	4,0	4,0	3,7	3,4	3,4
Intérêts nets versés.....	6,9	6,2	5,7	5,6	5,1	4,8	5,7	6,4	6,4	6,2	6,3	6,0
Total: Taux de marge..... (Excédent Brut d'Exploitation)	27,1	24,7	24,5	24,4	24,1	24,0	23,1	22,2	22,3	22,5	23,4	24,3

Source: INSEE, Comptes de la Nation, base 1971.

Tableau n° 23.

**Décomposition de l'Excédent Brut d'Exploitation
des sociétés non financières hors GEN
(1977-1986)**

(en % de la valeur ajoutée)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
EPARGNE BRUTE (Taux d'épargne)	12,0	12,5	12,3	10,5	9,3	9,8	10,3	10,7	11,1	12,7
Impôts sur les bénéfices.....	4,0	3,4	3,6	3,8	3,8	3,5	3,3	3,3	3,7	4,0
Divers.....	0,9	0,8	0,6	0,0	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	0,3
Dividendes nets versés.....	2,5	2,5	2,7	2,6	2,9	2,7	2,8	2,8	3,1	3,0
Intérêts nets versés.....	7,0	6,7	6,7	7,2	8,1	7,8	7,7	8,0	7,9	8,1
Total: Taux de marge..... (Excédent Brut d'Exploitation)	26,4	25,9	24,1	24,0	23,1	22,2	22,3	22,5	23,4	24,3

Source: INSEE, Comptes de la Nation, base 1980.

Le taux d'épargne, supérieur à 14% en 1972 subit une baisse assez rapide en 1973-74 en raison de la réduction du taux de marge. Malgré la dégradation du taux de marge de 1974 à 1979, le taux d'épargne se stabilise (1974-77) et se redresse même en 1978-79, du fait de la diminution des charges d'impôt et d'intérêt.

Le second choc pétrolier a un effet très néfaste, à la fois sur le taux de marge des entreprises et sur le poids de leurs charges financières, d'où une dégradation très sensible de leur taux d'épargne.

A partir de 1983, le taux de marge des entreprises commence à se redresser. D'autre part, le poids relatif des charges financières se stabilise. On assiste donc à une **très nette amélioration du taux d'épargne** en 1983 et 1984. Cette progression se poursuit en 1985, mais à un rythme plus lent. Il est important de remarquer que le niveau atteint en 1985 par le taux d'épargne est encore inférieur à ceux d'avant le premier choc pétrolier.

II. LA STAGNATION DES INVESTISSEMENTS.

Sur la période 1973-1986 on assiste dans l'Industrie comme dans l'ensemble des entreprises à une baisse de l'*investissement matériel*. Cette baisse, qui existe dans la plupart des grands pays industrialisés, touche beaucoup plus fortement la France.

L'effort réalisé en matière d'*investissement immatériel*, qui prend une part croissante dans les dépenses des entreprises, est toutefois insuffisant par rapport à celui de nos concurrents et reste trop concentré sur quelques secteurs et dans des firmes de grande taille.

On assiste globalement à une dégradation structurelle du *solde industriel des produits manufacturés* principalement induite par une structure défavorable du commerce extérieur, par le comportement des entreprises et la situation de l'économie nationale.

II-1. LA REDUCTION DE L'EFFORT D'INVESTISSEMENT AFFECTE TOUS LES SECTEURS DE L'ECONOMIE.

En termes de comptabilité nationale, l'investissement est mesuré par la *Formation Brute de Capital Fixe* qui représente "la valeur brute des biens durables acquis par les unités de production résidentes afin d'être utilisés pendant au moins un an. La FBCF comprend les acquisitions de biens neufs (bâtiment, génie civil et matériel), les acquisitions nettes de cessions de biens d'équipement d'occasion, les grosses réparations et le gros entretien".

La ventilation des diverses composantes de la FBCF totale s'effectue soit par type de secteur institutionnel, soit par type d'investissement.

FBCF totale par types de secteurs institutionnels

- Sociétés et Quasi-Sociétés non Financières (SQS-NF)
- Ménages et Entreprises individuelles
- Institutions de Crédit
- Entreprises d'Assurances
- Administrations publiques
- Administrations privées

FBCF totale par types d'investissements

FBCF productive
FBCF logement

Nous ne nous intéresserons pas à la FBCF logement qui est principalement réalisée pour et par les Ménages.

En ce qui concerne la FBCF productive, nous nous attacherons exclusivement à la FBCF des sociétés et quasi-sociétés non financières. Celle-ci se décompose par types d'entreprises et de secteurs.

FBCF productive des entreprises non financières (SQS-NF) par types d'entreprises et de secteurs.

FBCF des Grandes Entreprises Nationales
FBCF des entreprises du secteur concurrentiel
Industrie
Energie
Transports
Agriculture
BTP
Services et Commerces

Les ***Grandes Entreprises Nationales*** désignées ci-après GEN (comme dans la comptabilité nationale) sont au nombre de huit et comprennent : EDF, GDF, Charbonnages de France, SNCF, RATP, Air France, Air Inter, PTT.

Le ***secteur concurrentiel*** couvre les branches des Industries agricoles et alimentaires (U02), de l'Energie (U03), des Biens Intermédiaires (U04), des Biens d'Equipement Professionnels (U05A), des Biens d'Equipement ménager (U05B), des Matériels de Transport Terrestre (U05C), des Biens de Consommation Courante (U06).

Le ***secteur manufacturier*** couvre les branches U04 à U06.

Ainsi, l'investissement ***"industriel"*** (respectivement ***"manufacturier"***) que nous étudierons dans les parties suivantes représente la FBCF productive des sociétés et quasi-sociétés non financières du secteur concurrentiel (resp. manufacturier) dans la branche Industrie.

L'analyse de l'investissement industriel ou investissement manufacturier permet d'évaluer l'effort d'investissement des secteurs confrontés à la compétition internationale.

L'étude de l'évolution de l'investissement productif (des sociétés non financières y compris les Grandes Entreprises Nationales) permet d'apprécier les efforts d'investissements consentis en vue de l'amélioration et de la modernisation des infrastructures (énergie -centrales nucléaires-, téléphone, transports,...).

Nous nous intéresserons successivement aux évolutions, sur la période 1973-1986, de la FBCF totale, de l'investissement productif des SQS-NF et de l'investissement industriel.

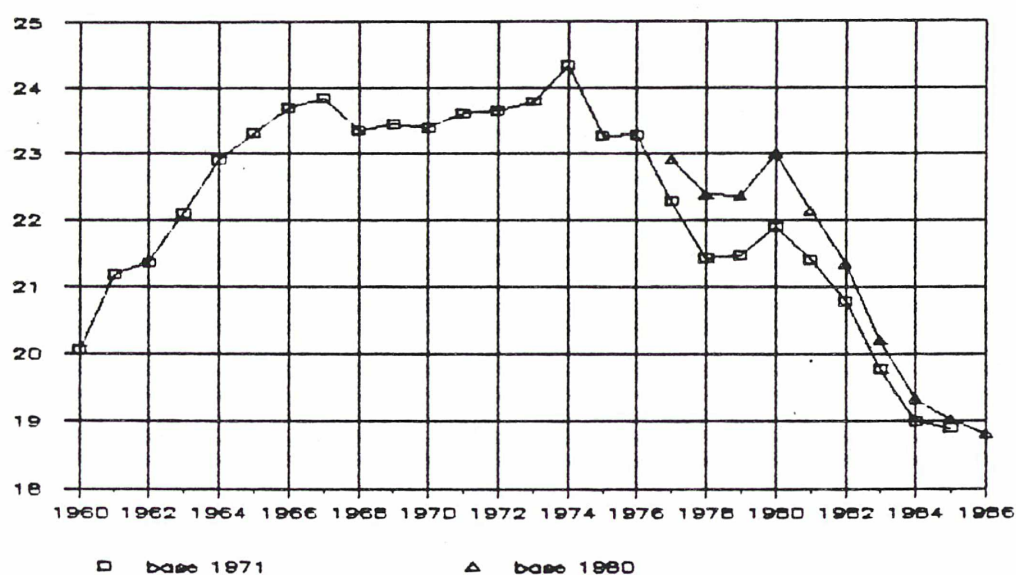
II-11. L'effort d'investissement a régulièrement baissé depuis 15 ans en France.

Si l'on rapporte le montant de la FBCF totale au Produit Intérieur Brut (PIB), on mesure ainsi l'effort d'investissement de la nation. On constate alors que ce taux d'investissement, qui était de 20% en 1960, a atteint son maximum en 1974 (avec 24.3%). Depuis 1973, on assiste à une dégradation constante (excepté en 1980) (cf graphique n° 16).

Graphique n° 16.

Le rapport Investissement/Produit Intérieur Brut

(en %)



Source: INSEE, Comptes de la Nation.

La décomposition de la FBCF totale par types d'investissements et de secteurs montre que cette baisse a touché l'ensemble des secteurs.

Tableau n° 24.

FBCF des Sociétés et Quasi-sociétés par secteurs institutionnels

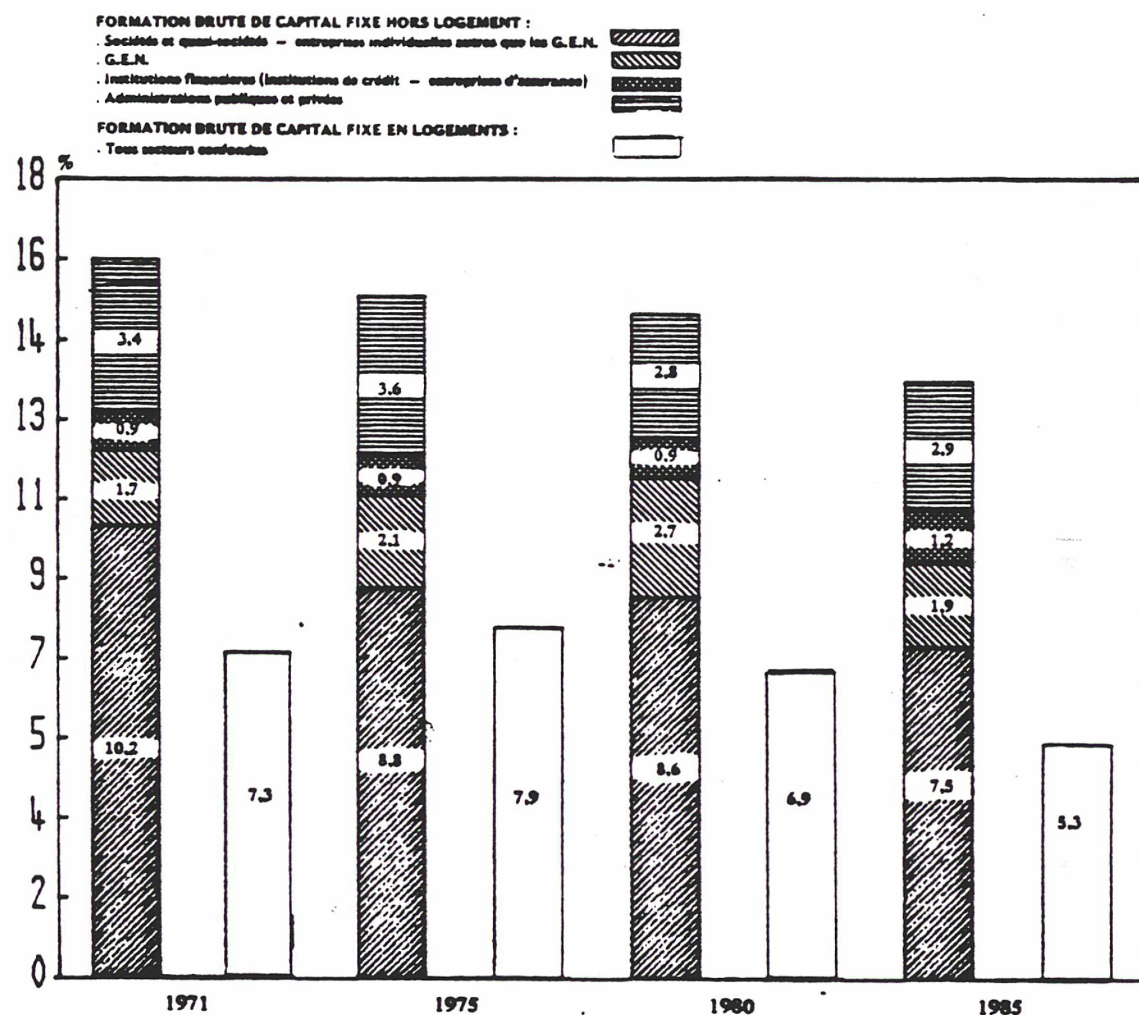
(en milliards de francs)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
G.E.N.....	63,2	68,8	73,5	76,3	72,7	71,7	68,3	63,5	58,5	60,
Autres SRS + El.....	244,9	243,3	245,5	257,9	252,0	252,8	242,1	240,2	250,9	261,
Institutions Financières	11,7	10,7	12,3	11,1	12,1	12,1	12,2	14,4	14,6	16,
Administrations.....	85,6	83,1	85,7	88,7	91,6	95,9	92,6	91,1	96,6	103,

Source: INSEE, Comptes de la Nation.

Graphique n° 17.

Taux d'investissement par secteur institutionnel



Source: INSEE, Comptes de la Nation.

II-12. L'investissement productif des sociétés non financières stagne.

II-121. Le taux d'investissement diminue de façon constante.

En 1986, la FBCF des entreprises non financières, qui s'élève à 507 milliards de francs, représente 54% de la FBCF totale dont 10% pour les GEN et 44% pour les sociétés du secteur concurrentiel.

L'investissement productif (FBCF hors logement) des sociétés non financières s'établit à 474 milliards de francs et, en volume, il approche le niveau atteint en 1979 sans retrouver toutefois le niveau de 1980.

*** Dans le secteur concurrentiel.**

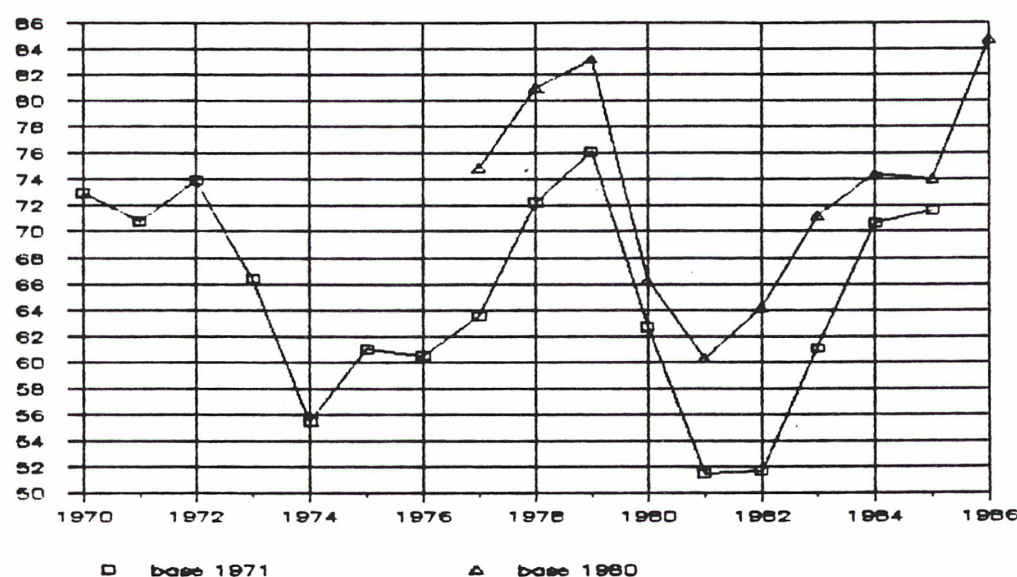
Sur les quinze dernières années, le taux d'investissement qui mesure le rapport de l'investissement à la valeur ajoutée (calculé à partir des comptes des entreprises et donc en francs courants) n'a cessé de décroître, passant de 18% en 1974 à 14.5% en 1985.

Si la détérioration constante de la situation financière des entreprises de 1970 à 1983 peut expliquer cette réduction du taux d'investissement, le rétablissement des comptes depuis 1983 n'a provoqué qu'une spectaculaire remontée du taux d'autofinancement. Le taux d'autofinancement, qui mesure le rapport de l'épargne brute à la FBCF, passe ainsi de 64.2% en 1982 à 71.2% en 1983, 84.7% en 1986 pour les seules sociétés privées (SQS-NF hors GEN).

Graphique n° 13.

Taux d'autofinancement des SQS-NF hors GEN.

(en %)



Source: INSEE, Comptes de la Nation.

A la suite du premier choc pétrolier, les entreprises confrontées à des perspectives de croissance incertaines et une situation financière dégradée, réduisent rapidement leur effort d'investissement.

Tableau n° 25.

**Taux moyen d'investissement productif
des branches non financières
Prix base 1970.**

(en %)

	1963-1968	1969-1973	1974-1979
INDUSTRIE.....	16,5	17,3	14,2
dont BIENS INTERMEDIAIRES...	(21,3)	(22,4)	(16,3)
BIENS EQUIPEMENT.....	(14,0)	(15,0)	(15,6)
BIENS CONSOMMATION.....	(12,9)	(13,0)	(9,9)
AGRICULTURE.....	14,0	16,4	16,9
SERVICES MARCHANDS.....	7,8	11,1	10,6
COMMERCE.....	10,7	12,0	10,0
TOTAL DES BRANCHES NON FIN..	12,0	12,1	13,1

SOURCE: INSEE, Comptes de la Nation.

Le taux d'investissement des SQS-NF hors GEN passe ainsi de 18.7% à 17% entre 1973 et 1975. Dans l'Industrie, le taux d'investissement chute selon l'INSEE (6) de 6 points entre 1972-74 (+20%) et 1975-77 (+14.6%).

Les années 76-79 sont caractérisées par une croissance modérée de la production et une amélioration notable de la situation financière des entreprises. Cependant la remontée du taux d'épargne n'entraîne pas de reprise de l'investissement productif (le taux d'investissement passe au contraire de 17% à 14.8%) notamment à cause de l'incertitude qui pèse sur les perspectives de croissance.

Seule l'année 80 voit une certaine reprise de l'investissement, notamment industriel, des entreprises stimulées par les bons résultats financiers de l'année 1979 et des incitations fiscales (par exemple déduction fiscale de 10% du montant de l'investissement industriel et commercial) accompagnées de procédures de financement plus souples et à taux bonifiés.

Le second choc pétrolier casse brutalement ce mouvement de reprise. De 1980 à 1983, les entreprises soumises à d'importantes contraintes financières (dégradation de l'autofinancement, hausse des taux d'intérêts, montée de l'endettement) réduisent à nouveau massivement leurs investissements.

Les années 80-83 connaissent des situations différentes selon les secteurs. Alors que le taux d'investissement se maintient pour l'ensemble des SQS-NF non agricoles hors GEN, il tombe dans l'Industrie, toujours selon l'INSEE, à 12% en 1983, soit la moitié de sa valeur de 1972, malgré de nouvelles mesures de relance fiscales (possibilité de déduire du bénéfice fiscal 15% des investissements réalisés et multiplication des prêts bonifiés).

Si en 1984 le rapport FBCF/PIB continue de décroître (19% contre 19.7% en 83 et 20.8% en 82), il semble que l'on assiste à un arrêt de la tendance à la baisse. Avec un taux d'investissement stabilisé, le volume de la FBCF ne décroît que de 0.8%.

En 1985 et 1986, l'investissement de l'ensemble des entreprises non financières du secteur concurrentiel croît de nouveau (+4.5% et +4.3%).

On peut considérer que les contraintes financières ne pèsent plus sur l'investissement des entreprises. Certes, il existe des secteurs pour lesquels la restauration de la situation financière de l'entreprise et notamment de ses résultats d'exploitation demeure un objectif prioritaire. Mais le taux d'autofinancement retrouve en 1986 un niveau record (84.7%), dépassant ceux atteints avant le second choc pétrolier (+83.2%).

Cependant, ces évolutions favorables sont contrastées selon les secteurs. Ainsi, en 1984, c'était l'Industrie qui tirait l'investissement (+4.3%) plutôt que les secteurs du tertiaire (-1.1%) et du Bâtiment Génie Civil et Agricole (BGCA) (-5.1%). Il semble que cette reprise dans l'Industrie, qui s'était amplifiée en 1985 (+8.5%), s'essouffle déjà en 1986 (+3.2%) et en 1987 (prévisions +3%).

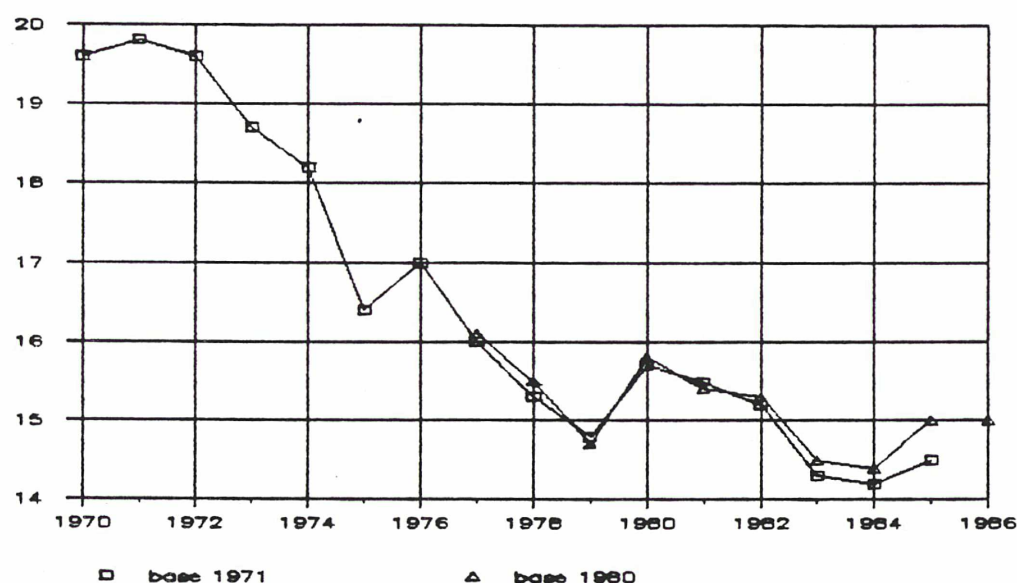
Dans le BGCA, l'investissement reprend enfin en 1986 (+4.9%) après plusieurs années de recul. Dans le tertiaire, la FBCF qui s'était contractée en 1983 (-2.1%) et en 1984 (-1.1%), conséquence du plan de rigueur de 1983 et du contrôle des prix, se redresse en 1985 (+1.1%) et connaît en 1986 une très forte progression (+12.0%).

Selon l'Insee, il apparaît que les branches non industrielles, à l'abri de la concurrence internationale, profitent de l'amélioration de la demande intérieure amorcée en 1985 et qui s'exerce pleinement en 1986.

Graphique n° 19.

Taux d'investissement des SQS-NF hors GEN.

(en %)



Source: INSEE, Comptes de la Nation.

Tableau n° 26.

Evolution de la FBCF des entreprises non financières.

(en % aux prix de 1980)

	Grandes entreprises nationales	FBCF des entreprises non financières hors GEN				Total ENF
		Branches industrielles (1)	BGCA	Branches du tertiaire	Ensemble	
de 1977 à 1987	3,5	- 0,6	- 2,3	5,2	0,7	
1982/1981	- 1,4	- 5,2	- 2,1	4,3	0,3	- 0,1
1983/1982	- 4,7	- 0,5	- 9,5	- 2,1	- 4,3	- 4,4
1984/1983	- 6,9	4,3	- 5,1	- 1,1	- 0,8	- 2,1
1985/1984	- 8,0	8,5	- 5,2	1,1	4,5	1,9
1986/1985	3,1	3,2	4,9	12,0	4,3	4,0

(1) IAA+ BI+ BE+ BC

Source: INSEE, Comptes de la Nation, Comptes de secteurs.

*** Dans les Grandes Entreprises Nationales.**

Au cours des années 1973-1980, l'évolution du volume de l'investissement des GEN est sensiblement analogue à celle décrite plus haut pour les entreprises du secteur concurrentiel.

Cependant à partir des années 82-83, le ralentissement des grands programmes (équipement EDF, TGV, PTT) ainsi que la montée considérable du niveau des frais financiers (cf tableau 27) imposent des politiques restrictives qui accroissent le ralentissement de l'effort d'investissement.

Tableau n° 27.

Poids des frais financiers dans les GEN.

(en %)

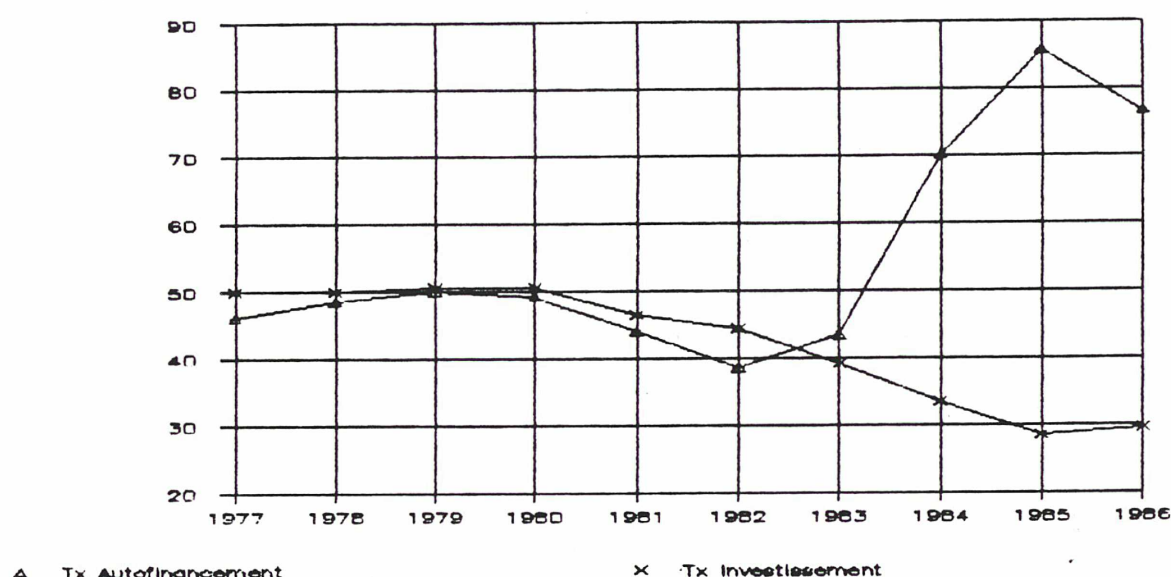
	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
TAUX DE MARGE.....	38,3	39,3	40,3	39,8	39,5	39,3	41,0	46,3	49,7	49,7
Intérêts versés/ VAL. AJOUT.	13,2	13,5	13,4	13,3	16,5	18,9	19,0	20,6	20,3	19,9
Intérêts versés/Excédent.										
Brut d'Exploitation.....	34,4	34,3	33,3	33,5	41,9	48,0	46,3	44,6	40,8	39,9

Source: INSEE, Comptes de la Nation.

Graphique n° 20.

Taux d'autofinancement et Taux d'Investissement des GEN.

(en %)



Source: INSEE, Comptes de la Nation.

Au total, l'investissement des Grandes Entreprises Nationales décroît donc de 1981 à 1985. Cependant, en niveau, cet investissement reste très fort puisque le taux d'investissement des GEN est deux fois plus élevé que celui des autres sociétés.

Tableau n° 28.

Taux d'investissement des sociétés non financières.

(en %)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Grandes Entreprises Nationales	50,1	50,0	50,7	50,7	46,6	44,5	39,3	33,6	28,6	29,6
Autres SCS-NF.....	16,1	15,5	14,7	15,8	15,4	15,3	14,5	14,4	15,0	15,0
TOTAL SCS-NF.....	19,3	18,9	18,4	19,4	18,7	18,4	17,3	16,7	16,8	16,7

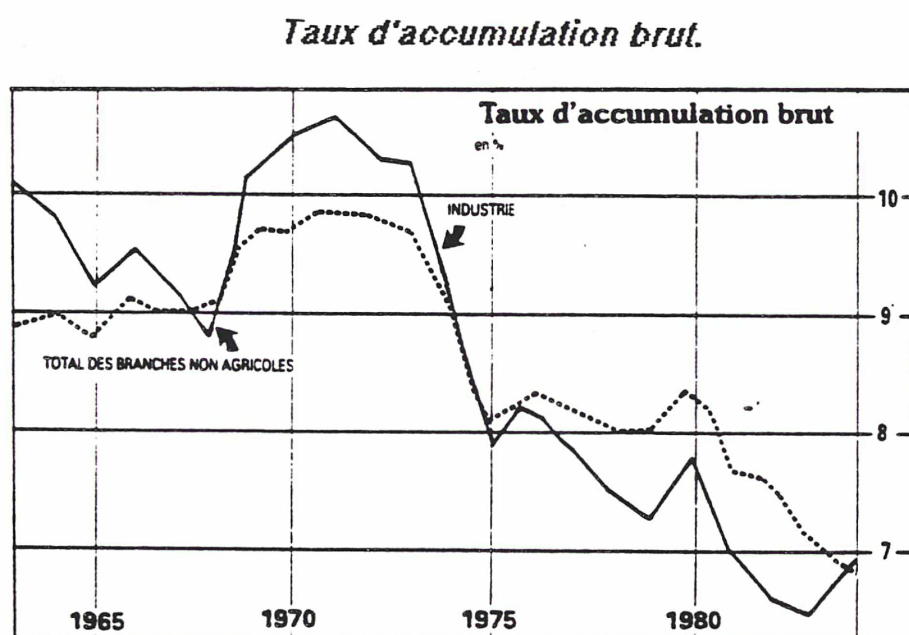
Source: INSEE, Comptes de la Nation.

II-122. Cette chute de l'investissement provoque une importante dégradation du taux d'accumulation.

Ainsi, après avoir connu une croissance régulière (6.5%) jusqu'en 1973, l'investissement productif des SQS-NF a subi une forte baisse en 1974-75 après le premier choc pétrolier, puis retrouvé une croissance plus modérée (3.5%).

Le taux d'accumulation brut (rapport de la FBCF productive au capital installé) qui en résulte et qui a crû jusqu'en 1973, chute de 1973 à 1975, se stabilise entre 75 et 80, puis fléchit à nouveau jusqu'en 1984. En ce qui concerne l'industrie manufacturière, les évolutions sont analogues (cf graphique n° 20) malgré quelques écarts.

Graphique n° 21.



Source: INSEE, Comptes de la Nation.

Tableau n° 29.

Taux d'accumulation net

(en %)

		1969-1973	1979-1984
ENSEMBLE DES BRANCHES PRODUCTIVES	TAUX BRUT D'ACCUMULATION..	11,7	8,9
	TAUX DE DECLASSEMENT.....	3,1	4,4
	TAUX NET D'ACCUMULATION...	8,6	4,5
INDUSTRIE MANUFACTURIERE	TAUX BRUT D'ACCUMULATION..	11,8	8,0
	TAUX DE DECLASSEMENT.....	3,0	4,5
	TAUX NET D'ACCUMULATION...	8,5	3,5

Source: Conseil Economique et Social.

Si l'on tient compte du déclassement, on mesure mieux l'évolution réelle des capacités de production. On observe (cf tableau n° 29) que sur les périodes 1969-73 et 1979-84, le taux de déclassement a fortement augmenté, passant de 3.1% à 4.4% pour l'ensemble des branches productives, ce qui traduit un accroissement du rythme d'obsolescence des équipements.

Le taux net d'accumulation de l'ensemble des branches productives est pratiquement réduit de moitié, passant de 8.6% à 4.5%, alors que l'industrie manufacturière connaît une chute encore plus importante en passant de 8.5% à 3.5%, selon le Conseil Economique et Social (26).

Ces évolutions s'expliquent principalement par deux facteurs:

- l'évolution du taux de croissance du PIB,
- les contraintes financières qui pèsent sur les entreprises.

En effet, alors que les forts taux de croissance de l'investissement avant 1974 coïncidaient avec un niveau moyen du taux de croissance du PIB marchand de 5.6% en volume entre 1963 et 1973, le ralentissement de l'économie depuis 1975 (2.7% par an entre 75 et 82) coïncide avec une réduction de moitié du taux de croissance de l'investissement. Ce phénomène, connu sous le nom d'**effet d'accélérateur**, lie le niveau d'investissement au capital fixe installé (donc au rythme nécessaire de renouvellement de ce capital) et au taux d'utilisation de ces capacités de production.

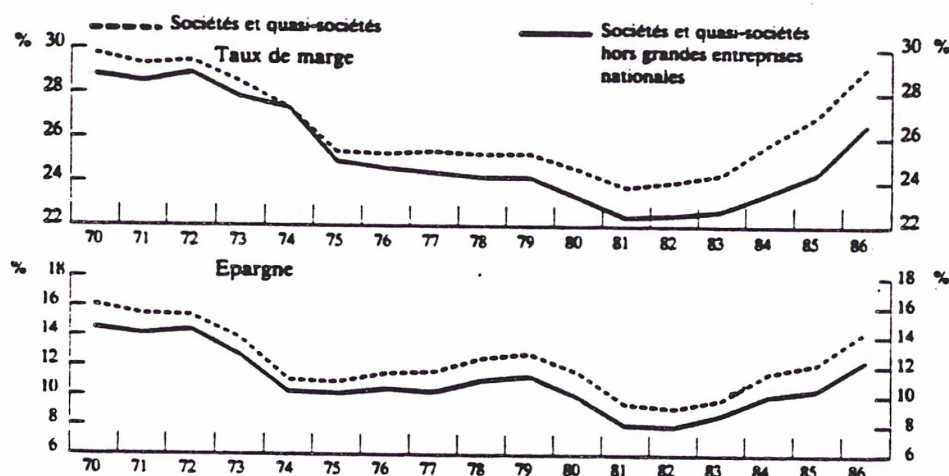
Par ailleurs, jusqu'en 1983, la dégradation de la situation financière des entreprises évoquée dans le chapitre I (que traduit la réduction du taux de

marge des entreprises et de leur taux d'épargne), rend moins aisés les efforts d'investissement.

Graphique n° 22.

Taux de marge et Taux d'épargne des sociétés non financières.

En pourcentage de la valeur ajoutée



Source: OCDE.

II-13. L'effondrement de l'investissement industriel semble temporairement stoppé.

L'évolution de l'investissement dans l'Industrie est très similaire à celle observée pour l'ensemble des entreprises non financières.

Rappelons que en 1985, l'investissement industriel représentait 34% de l'investissement productif total en France.

En 1986, pour la troisième année consécutive, on assiste à une reprise de l'investissement industriel à un rythme toutefois beaucoup moins soutenu que pendant les années 84 et 85. Cependant, ce mouvement de reprise est loin de compenser la dégradation quasi-constante observée depuis 1973.

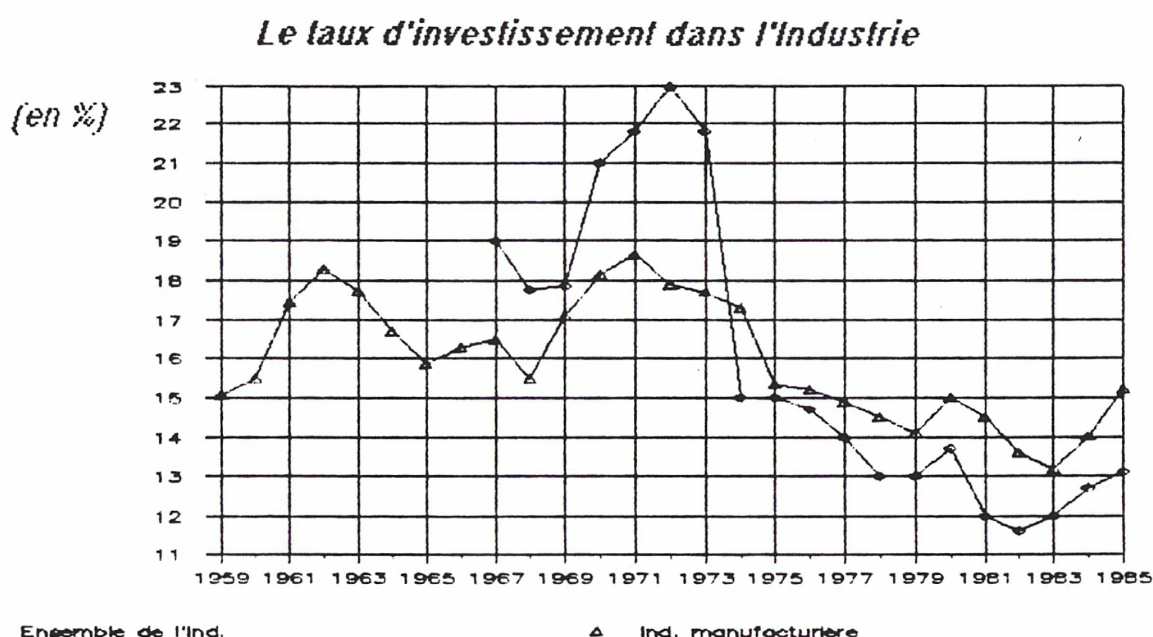
Le taux d'investissement (investissement rapporté à la valeur ajoutée du secteur) a connu un sommet en 1971.

Après la chute brutale due au premier choc pétrolier, le taux d'investissement des entreprises industrielles continue de décroître entre 75 et 79 à un rythme

plus modéré, en dépit d'une légère reprise de la production et d'une certaine amélioration de leur situation financière.

Malgré le sursaut de l'année 1980, le taux d'investissement chute jusqu'en 1983 qui se situe comme le point bas de la période.

Graphique n° 23.



(industrie manufacturière: industrie hors énergie et industries agricoles et agro-alimentaires)

Source: Comptes Nationaux.

En 1984 s'amorce une reprise de l'investissement industriel. En effet, les résultats des entreprises s'améliorent -taux de marge et taux d'épargne sont en hausse pour la deuxième année consécutive-. De plus, après la baisse des dépenses d'équipement entre 80 et 83, des besoins de modernisation considérables existent dans les entreprises industrielles.

Compte tenu de la stagnation de la demande, les entreprises négligent l'accroissement de leurs capacités de production et s'orientent vers des investissements de productivité. Exprimé dans la base 1980, l'investissement industriel progresse de 4.3% en volume par rapport à 1983 (comptes de secteurs des Industries Agro-Alimentaires, Biens d'Équipement, Biens Intermédiaires, Biens de Consommation).

En 1985, cette reprise s'accélère, avec une progression en volume de 8.5% de la FBCF. Toutefois dès 1986, malgré la poursuite de l'amélioration de leur

santé financière, les entreprises industrielles ralentissent leur effort avec seulement 3.2% de progression par rapport à l'année précédente (alors que l'investissement progresse en moyenne de 6% dans la CEE).

Au total, le taux d'investissement retrouve tout juste le niveau atteint en 1979, soit très en dessous du niveau record de 1971.

D'une manière générale, ce sont, d'après les enquêtes d'investissement dans l'industrie publiées par l'Insee, les grandes entreprises qui "tirent" l'investissement jusqu'en 1985, avec en 1985 des progressions de 13% en volume pour les grandes entreprises contre 3 à 5% pour les moyennes entreprises.

Toutefois en 1986, les petites entreprises (qui représentent 15% de l'investissement industriel) progressent de 9% (toujours selon l'Insee), les moyennes entreprises de 100 à 500 salariés (20% de l'investissement total) de 3% et les grandes entreprises (65% de l'investissement total) de 3% également.

Si la baisse du niveau d'investissement est commune à toutes les branches, les évolutions sectorielles sont en revanche variables selon les périodes.

Le tableau ci-dessous met en évidence les chutes brutales du taux de croissance de l'investissement industriel lors des deux chocs pétroliers (entre 1973 et 1976 -2.6% contre -3.1% entre 1980 et 1983) ainsi que la nette reprise constatée entre 1983 et 1985.

Tableau n° 30.

**Taux de croissance annuel moyen de l'investissement
dans les branches de l'industrie manufacturière.**

(en %)

	1959-1968	1968-1973	1973-1976	1976-1980	1980-1983	1983-1985
BIENS INTERMEDIAIRES.....	6,50	9,10	-5,30	0,40	-9,70	17,50
BIENS EQUIP. PROFESSION...	8,80	16,50	4,20	7,20	1,00	10,30
BIENS EQUIP. MENAGER.....	7,90	8,00	-13,60	4,50	-7,20	2,90
MATERIEL TRANSP. TERRESTRE	7,70	11,60	-1,10	9,10	-4,30	11,60
BIENS CONSUM. COURANTE....	7,30	10,70	-5,70	-2,90	3,70	5,70
INDUSTRIE.....	7,20	11,10	-2,60	2,90	-3,10	11,90

Source: Comptabilité Nationale.

Sur la période 1973-1983, la baisse du niveau d'investissement est très brutale dans les industries lourdes. La sidérurgie, la chimie minérale et organique qui avaient entrepris de gros efforts de restructuration dans le début des années 70 se retrouvent en surcapacité de production. Il en est de même dans l'industrie très capitalistique du verre.

Le taux d'investissement de la branche Biens Intermédiaires perd ainsi environ 50% de sa valeur entre 73 et 83.

En revanche les autres secteurs, qui connaissent une chute du même ordre entre 73 et 77, retrouvent une certaine stabilité entre 78 et 83. Certains secteurs comme les Biens d'Équipement Ménager ou les Matériels de Transport Terrestre connaissent une légère progression.

Le tableau ci-dessous retrace les évolutions du taux d'investissement, sur la période 1972-1983, dans les différentes branches de l'industrie manufacturière (source (6)).

Tableau n° 31.

***Evolution du taux d'investissement de 1972 à 1983
dans les branches de l'Industrie manufacturière.***

(en %)

	1972-1974	1975-1977	1978-1980	1981-1983
AGRO-ALIMENTAIRE.....	17,50	13,30	13,20	12,20
BIENS INTERMEDIAIRES.....	29,50	21,30	17,70	15,50
BIENS EQUIP. PROFESSION...	16,80	11,80	10,40	11,50
BIENS EQUIP. MENAGER.....	16,70	11,10	11,90	12,90
MATERIEL TRANSP. TERRESTRE	18,80	13,50	16,30	15,30
BIENS CONSOM. COURANTE....	12,00	9,60	8,80	8,20
INDUSTRIE.....	20,00	14,60	13,20	12,40

Source: INSEE.

II-2. BIEN QUE LA BAISSSE DE L'INVESTISSEMENT SOIT UN PHENOMENE MONDIAL, LA FRANCE PREND DU RETARD VIS-A-VIS DE SES CONCURRENTS.

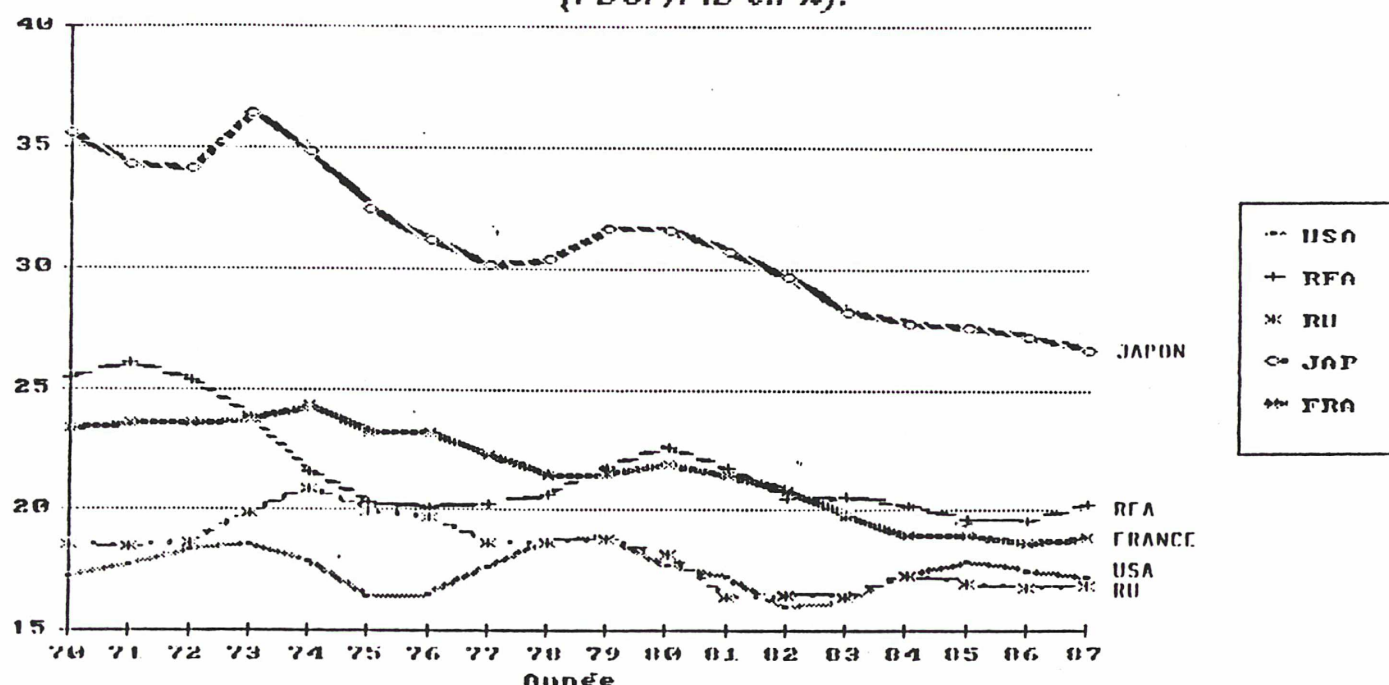
Le phénomène de stabilisation de l'investissement et, par suite, de la décroissance du taux d'investissement, mesuré par le rapport de la FBCF productive au Produit Intérieur Brut, n'est pas un problème spécifiquement français. Ainsi, les Etats-Unis et la Grande-Bretagne notamment ont également connu depuis 1980 ce phénomène. Le Japon et la RFA semblent moins touchés.

Une étude récente de la Direction de la Prévision (34) permet d'établir quelques comparaisons entre ces cinq pays de 1970 à 1987.

Au niveau national, *l'effort global d'investissement* (mesuré par le taux d'investissement, cf graphique n° 24) de la France évolue de manière sensiblement analogue à celui du Japon, mais à un niveau nettement inférieur.

Graphique n° 24.

*Taux d'Investissement dans les principaux pays industriels
(FBCF/PIB en %).*



(FBCF totale, y compris administrations et logement des ménages)

Source: Direction de la Prévision.

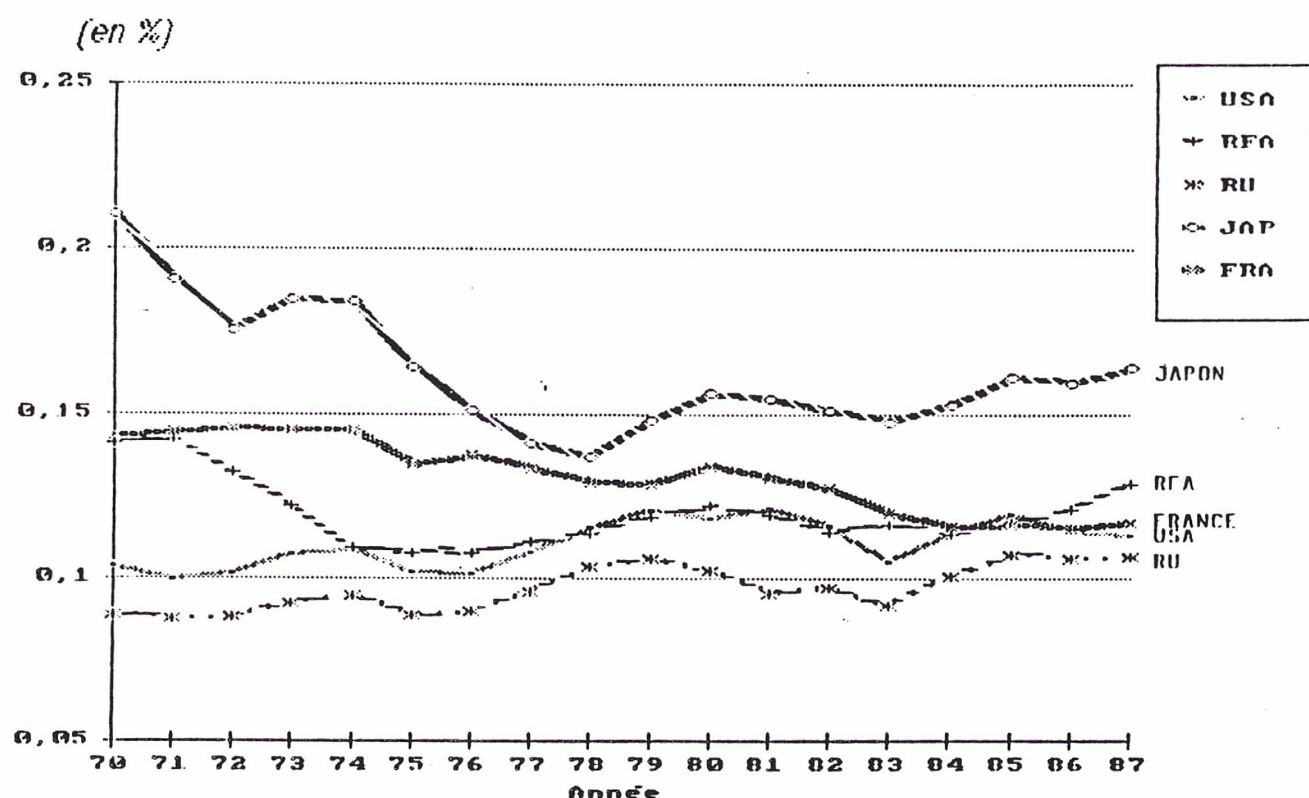
Cependant, le taux d'investissement en France, qui, en 1974, était nettement supérieur à ceux de la RFA, des USA et de la Grande-Bretagne est en 1986 légèrement inférieur à celui de la RFA et à peine supérieur à ceux des USA et de la Grande-Bretagne.

Le taux d'investissement productif (investissement productif/PIB, cf graphique n° 25), qui était depuis 1970 constamment supérieur à celui de la plupart des autres grands pays industrialisés (excepté le Japon), connaît un fléchissement plus important depuis 1983 et devient, en 1986, inférieur à celui de la RFA.

L'écart avec les Etats-Unis (+3.8 points en 1973) et la Grande-Bretagne (+5.3 points) se réduit fortement (respectivement +0.2 et +1.0 en 1985).

Graphique n° 25.

**Investissement productif en valeur rapporté au PIB
dans les principaux pays industriels**



Source: Direction de la Prévision.

En matière de *taux d'investissement manufacturier* (rapport de l'investissement manufacturier à la valeur ajoutée manufacturière), l'étude de la Direction de la Prévision (34) montre que la France a toujours eu un taux nettement supérieur à celui de ses concurrents (RFA, USA, G-B) (cf graphique en annexe II).

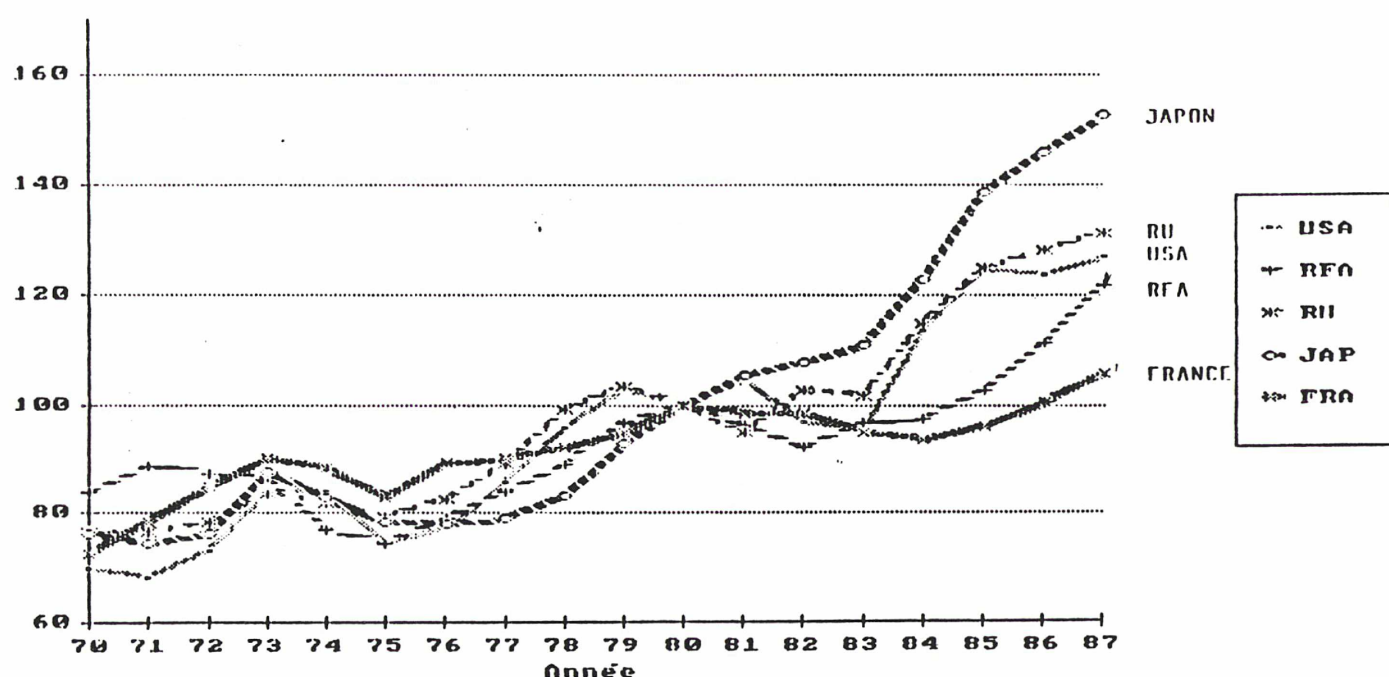
Cependant, alors qu'en France on observait de 1970 à 1983 une chute presque constante du taux d'investissement manufacturier, en partie compensée depuis cette date, les autres pays connaissent une alternance relativement régulière de hausses et de baisses (net fléchissement avant 1973, *légère reprise de 1974 à 1980*, baisse à nouveau entre 1980 et 1983, et enfin reprise générale de 1983 à 1986).

La comparaison des taux d'investissements productifs et manufacturiers français avec ceux des principaux pays industrialisés indique que la France aurait continué de consentir un effort important en faveur de l'investissement depuis le début des années 1970. Cependant, la comparaison des volumes d'investissement montre que depuis 1980, la France accumule tant en matière d'investissement productif que manufacturier, un *important retard par rapport à ses principaux concurrents* (cf graphique n° 26).

En effet, de 1980 à 1986, l'investissement productif en volume a légèrement diminué en France, alors qu'il a crû de 10% en RFA, de 30% aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne et de 45% au Japon.

Graphique n° 26.

*Investissement productif en volume
(base 100 en 1980)*



Source: Direction de la Prévision.

C'est le Japon qui a le plus accru en volume ses investissements, tant productifs que manufacturiers (pratiquement multipliés par 2 entre 1970 et 1986); les investissements pétroliers en Mer du Nord permettent à la Grande-Bretagne d'afficher un taux d'investissement productif voisin, alors que les investissements manufacturiers accusent un net décrochement depuis 1980-81 (cf graphique n° 27).

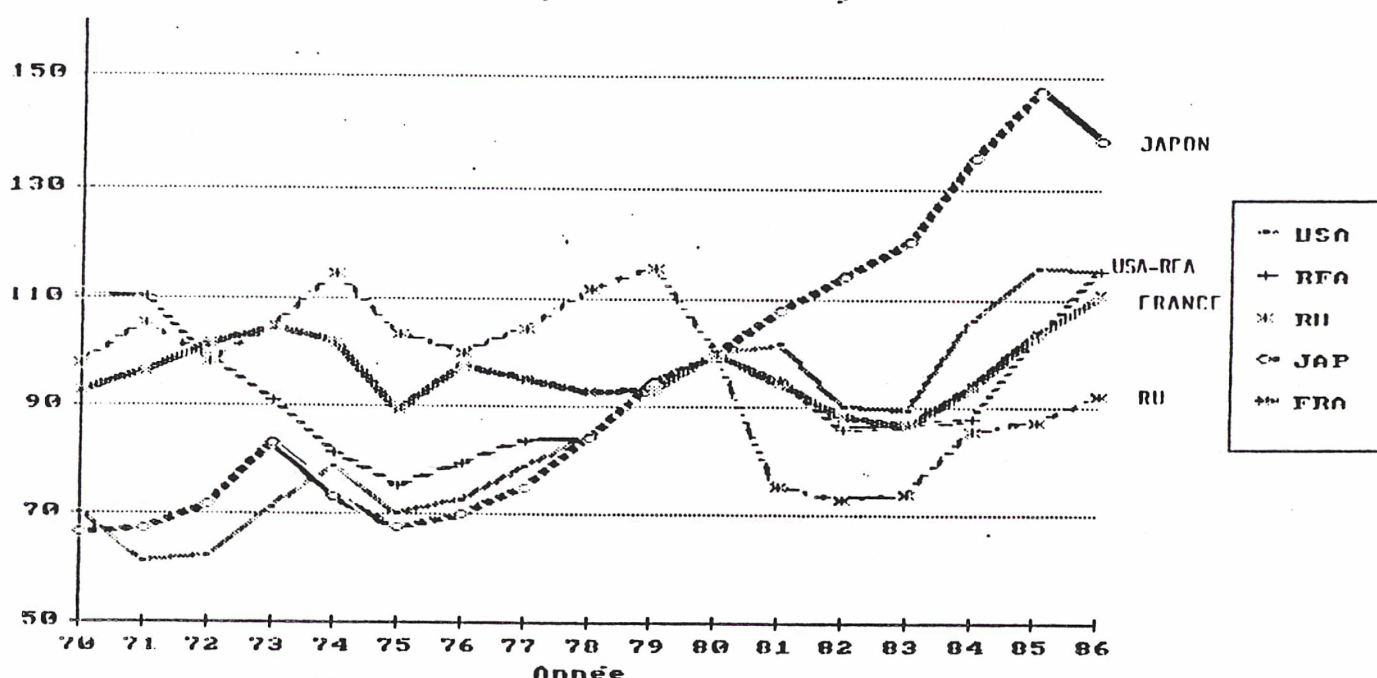
Les Etats-Unis ont également réalisé un effort important, l'investissement productif progressant de 50% et l'investissement manufacturier de 60% entre 1973 et 1986.

Vis-à-vis de la RFA, l'investissement productif français accuse en 1987 un certain retard pris en partie par l'investissement manufacturier dans les années 79-80, et par les investissements des Grandes Entreprises Nationales depuis 1983.

En ce qui concerne l'investissement manufacturier, sur la période 1980-1986, il a régressé en Grande-Bretagne (-10%), légèrement augmenté en France (+10%), aux USA et en RFA (+15%), mais très fortement au Japon (+40%).

Graphique n° 27.

*Investissement manufacturier en volume
(base 100 en 1980)*



Source: Direction de la Prévision.

Comme le souligne le Conseil Economique et Social (25), ces évolutions apparemment contradictoires entre le maintien de taux d'investissement productifs et manufacturiers comparativement élevés et une évolution des volumes d'investissement s'expliquent tout d'abord par des niveaux d'investissement au début des années 1970, nettement plus élevés que dans les autres pays (excepté le Japon). De plus, depuis 1983, la croissance de l'économie en France est inférieure à celle de ses principaux concurrents (cf tableau n° 51, IIème partie, chapitre I): en base 100 en 1980, le PNB atteint en 1986 124 au Japon, 116 aux Etats-Unis, 109 en RFA, alors que le PIB en France s'élève à 108 (source OCDE).

Ainsi, c'est donc la faible croissance conjuguée du volume des investissements productifs et du PIB qui permet à la France de conserver un taux d'investissement productif voisin de celui de ses concurrents.

Il faut cependant noter que ce sont les équipements les plus récents (pour fixer les idées, ceux installés depuis moins de cinq ans) qui ont un poids prépondérant dans la comparaison des compétitivités. A cet égard, les évolutions constatées depuis 1982 apparaissent donc comme très défavorables pour la compétitivité de l'économie française.

Si on limite la comparaison à l'Europe, les données fournies par l'association de conjoncturistes Euro-Invest (association représentée en France par le BIPE) montrent que le retard de la France en matière d'investissement n'est pas prêt de se combler. La France ferait d'ailleurs partie du groupe de pays européens "qui ont pris un retard très important dans la reconstitution de l'appareil productif incorporant les technologies modernes adaptées aux nouvelles conditions du marché".

Tableau n° 32.

L'investissement en Europe

(progression d'une année sur l'autre en %)

	Investissement total		Investissement dans l'industrie		Investissement dans les services marchands	
	1986/1985	1987/1986 (prévision)	1986/1985	1987/1986 (prévision)	1986/1985	1987/1986 (prévision)
RFA	+ 2,6	+ 4,5	+ 10	+ 5	+ 5	+ 6
Belgique	+ 4,5	+ 2,5	+ 10	+ 7	+ 7	+ 5
Italie	+ 4,7	+ 5	+ 7,2	+ 7	+ 4,9	+ 5,4
Pays-Bas	+ 4,5	+ 3,5	+ 10	+ 7	+ 6	+ 5
Royaume-Uni	+ 2,1	+ 4,1	+ 1,3	+ 4	+ 2,5	+ 4
France	+ 0,9	+ 2,7	+ 3,1	+ 6,1	+ 3,3	+ 3,7
Ensemble	+ 2,6	+ 3,9	+ 6,5	+ 5,7	+ 4,4	+ 5

Source: BIPE.

II-3. MALGRE UNE NETTE PROGRESSION, L'EFFORT D'INVESTISSEMENT IMMATERIEL RESTE INSUFFISANT AU REGARD DE LA COMPETITION INTERNATIONALE.

On sait que l'investissement dit "productif" ou "matériel" ne mesure qu'une partie (la FBCF productive) de l'effort des entreprises en matière d'investissement.

Les dépenses de Recherche-Développement, d'Informatique, les coûts d'implantation des réseaux commerciaux à l'étranger, les dépenses de publicité, de marketing, d'organisation du travail, de conseils, de formation professionnelle,... constituent l'*investissement immatériel*. Généralement, ces dépenses ne sont pas considérées fiscalement comme des investissements. De plus, amorties comptablement en général sur un an, elles n'apparaissent pas dans les statistiques nationales portant sur les investissements. Mesurer l'importance de ces investissements immatériels est donc un travail délicat.

Alors que le taux d'investissement physique des entreprises (FBCF/VA) a décroît régulièrement sur la période 1974-1983, l'investissement immatériel représente une part croissante des dépenses des entreprises.

Le Crédit National a publié en 1984 une étude (42) qui estime que le montant des investissements immatériels qui représentait 21% de l'investissement total (investissement matériel + investissement immatériel) en 1974, en représente en 1983 32%. Le ratio investissement immatériel/valeur ajoutée passe de 3,8% en 1974 à 5% en 1983.

Tableau n° 33.

Taux d'investissement immatériel (1974-1983)

(en %)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Inv. Immat./ Val. Ajout...	3,8	3,8	4,0	4,0	4,1	4,2	4,4	4,7	4,9	5,0
Inv. Immat./ E.B.E.....	21,2	22,5	22,8	23,7	24,4	25,6	25,2	27,6	29,7	32,2

Source: Crédit National.

Tableau n° 34.

Les investissements immatériels

(en milliards de francs)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984
FBCF totale	288,04	343,30	373,89	415,68	430,15	446,99
Recherche-développement	26,26	30,79	36,81	43,35	48,10	54,30
Brevets et licences	3,44	4,36	5,14	5,94	6,97	7,70
Formation	8,44	9,39	10,86	12,86	14,77	15,90
Publicité	17,40	20,30	23,20	27,25	30,90	34,95
Investissements commerciaux à l'étranger	2,10	1,83	2,28	2,20	1,23	1,20
Logiciels (estimations)	16,10	19,90	24,90	30,60	37,30	44,70
Investissements « immaté- riels »	73,75	86,57	103,18	122,20	139,27	160,43
Investissements immatériels en pourcentage de la FBCF	25,60	25,20	27,60	29,40	32,40	35,90

Source: Crédit National.

Rapportés à la FBCF totale, les investissements immatériels représentaient 26% en 1979, 29% en 1982, 36% en 1984 et environ 40% en 1986.

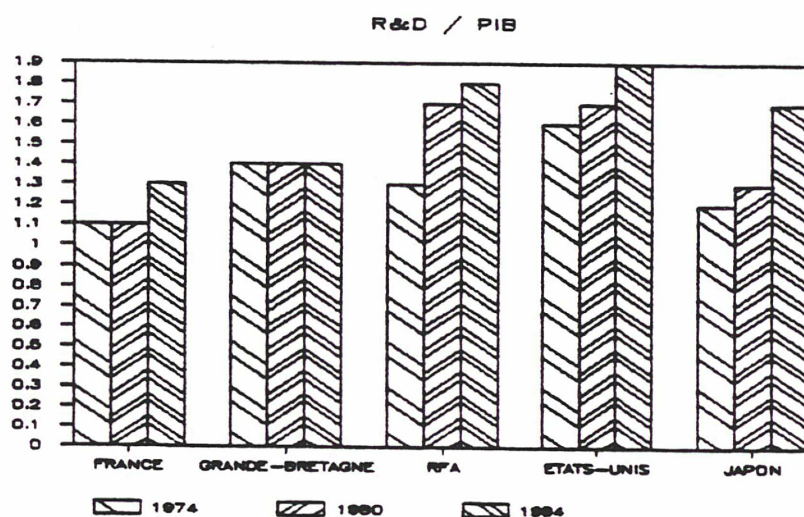
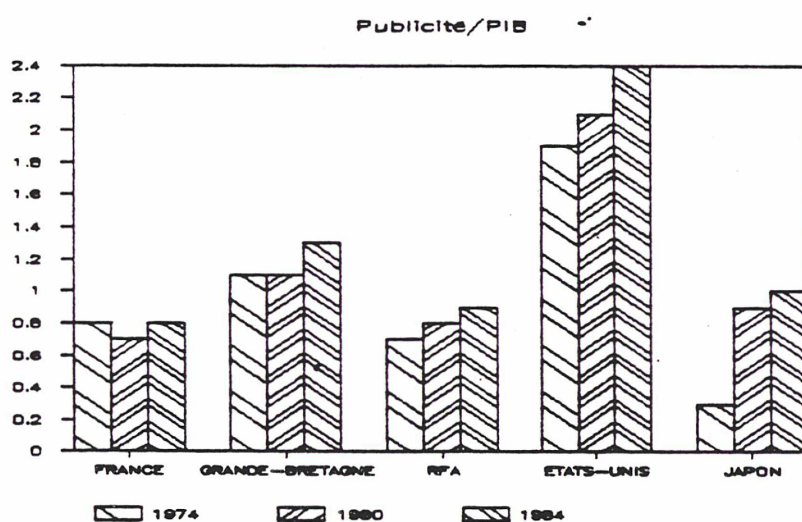
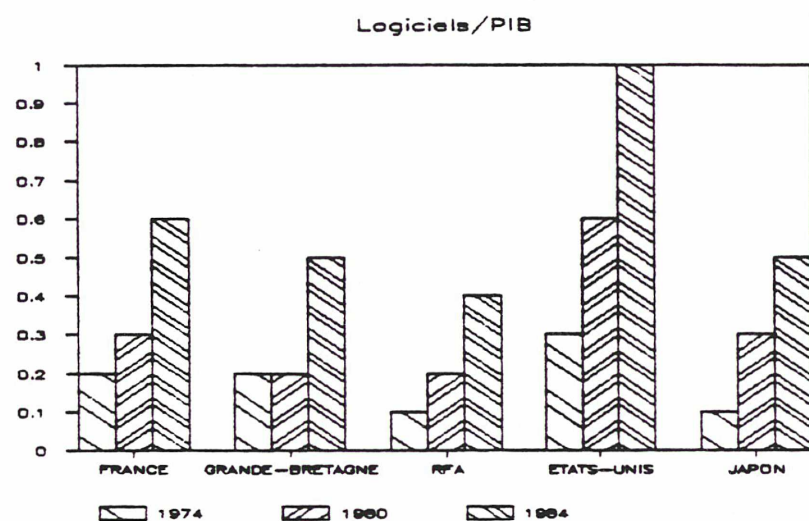
La Recherche arrive en tête, avec environ un peu moins de 15% de la FBCF, suivie par la publicité (8 à 10%) et la formation professionnelle (4%).

La comparaison au niveau international montre que la France est, là encore, en retard vis-à-vis de ses concurrents. Ainsi, mesuré en pourcentage du PIB, l'investissement immatériel total représenterait en 1985, en France 2,7%, contre 3,1% en RFA, 3,2% en Grande-Bretagne et au Japon et 5,4% aux USA.

En matière de Recherche et Développement, les Etats-Unis conservent leur avance (malgré une légère dégradation), alors que le Japon rejoint la RFA à un niveau élevé, la France est à la traîne (cf graphique n°29).

Graphique n° 28.

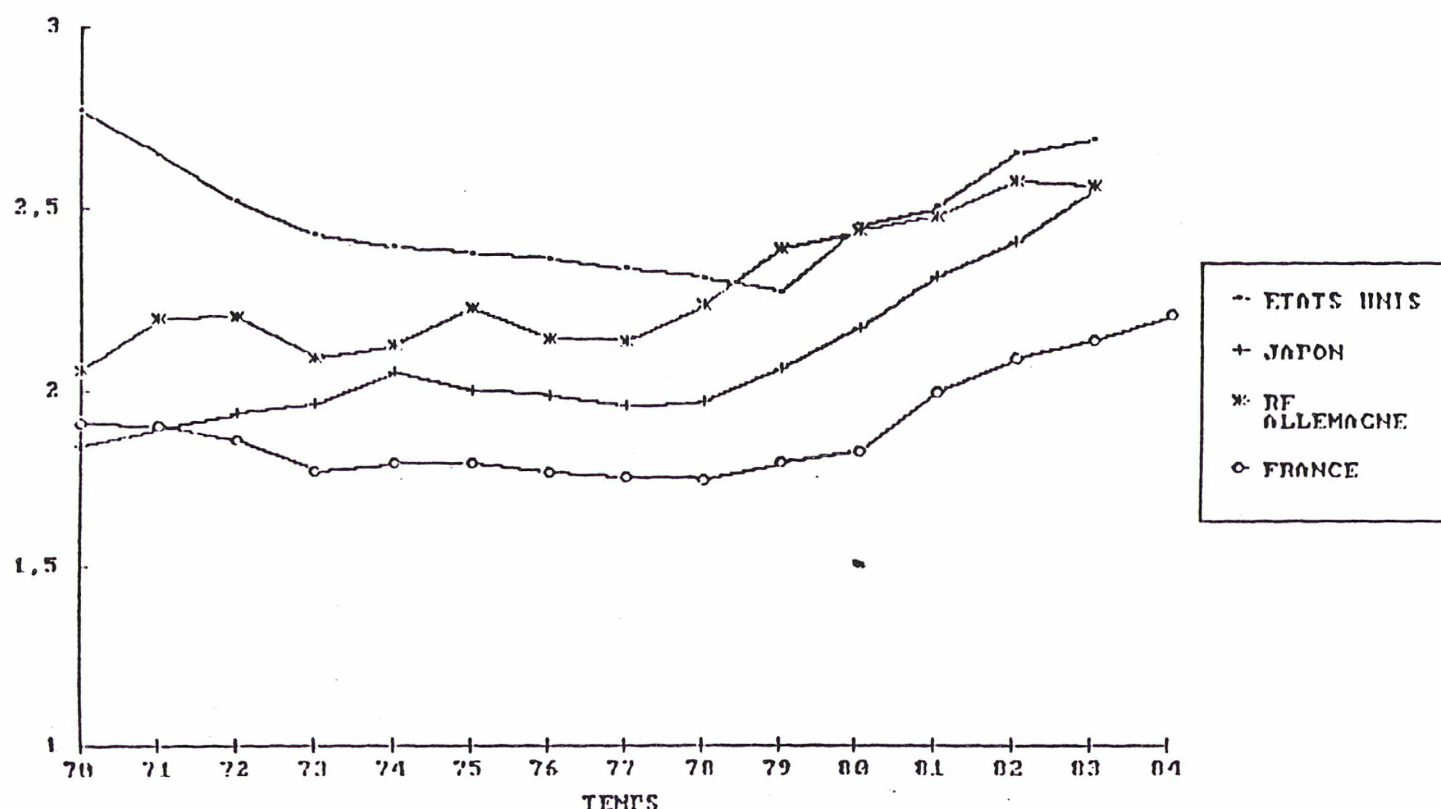
Structure de l'investissement immatériel par pays (1974-1984)



Graphique n° 29.

Dépenses de R&D / PIB.

(en %)



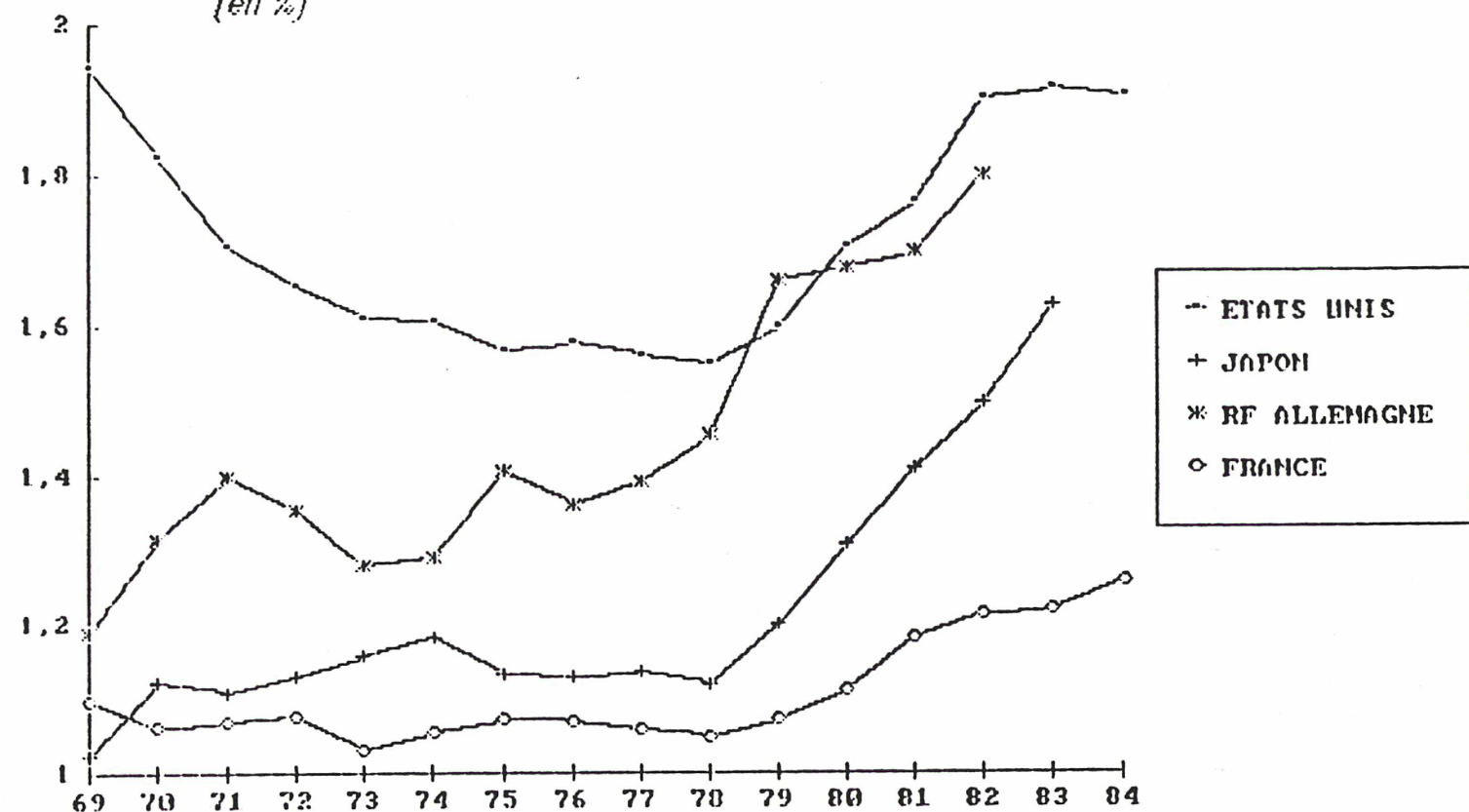
Source: Direction de la Prévision.

En outre, la France est le pays dans lequel la part de ces dépenses financée par l'Etat est la plus forte et celle financée par les entreprises la plus faible (cf graphique n° 30), avec de plus une tendance à la décroissance.

Graphique n° 30.

Dépenses de R&D des Entreprises/PIB

(en %)



Source: Direction de la Prévision.

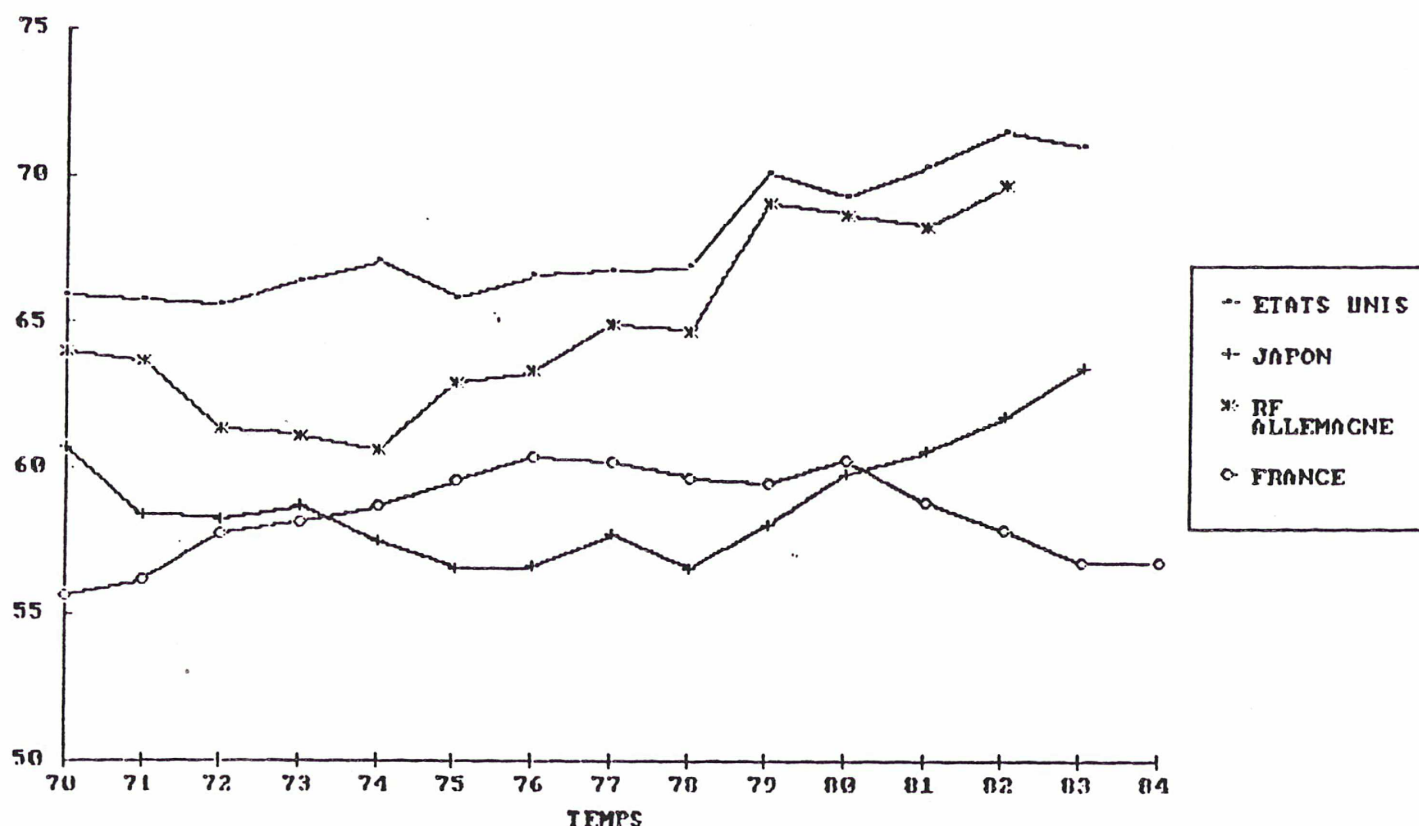
Ainsi, en 1985, le ratio dépenses des entreprises en Recherche et Développement rapportées au PIB atteint en France 1.28% contre 1.6% en Grande-Bretagne, 1.73% au Japon, 1.82% en RFA et 2.04% aux Etats-Unis.

Et la part des entreprises tombe de 60% en 1979 à 57% en 1985, alors que dans les autres pays cette part est, toujours en 1985, de 64% en Grande-Bretagne et au Japon, 70% en RFA et de 73% aux Etats-Unis.

Graphique n° 31.

Dépenses de R&D des Entreprises/Dépenses totales de R&D.

(en %)



Source: Direction de la Prévision.

Par ailleurs, selon l'OCDE, la France est le pays dans lequel ces dépenses sont les plus concentrées, puisque en 1983 21% du total des dépenses de recherche effectuées par les entreprises allaient vers l'électronique, 18% vers l'aéronautique, 11% vers l'automobile et 9% la chimie. En outre, l'Etat consacre 85% de ses interventions, à l'aérospatiale et à l'électronique.

Une étude de l'INSEE (6) montre que les dépenses sont considérables dans les domaines de l'aéronautique et de l'électronique où elles représentent 10% du chiffre d'affaires. Elles sont également fortes dans l'informatique et la

pharmacie. L'effort de Recherche est faible dans la plupart des industries de consommation traditionnelle. Enfin dans les industries mécaniques (équipement industriel, machine-outil, machines agricoles) cet effort est également très faible.

De plus, ces dépenses sont surtout effectuées par les grandes entreprises (en France comme à l'étranger d'ailleurs). Ainsi, les grands groupes (+5000 personnes) exécutent plus de 90% des programmes de recherche aux Etats-Unis, contre 70% au Japon, 80% en RFA, 97% en Grande-Bretagne.

En France, 10% seulement des entreprises (sur 1600) qui se consacrent à la recherche, reçoivent 90% du financement public et réalisent 70% de l'effort de recherche.

Enfin, la faiblesse relative du nombre de brevets déposés par les entreprises françaises témoigne également de l'effort insuffisant réalisé par les entreprises en Recherche et Développement.

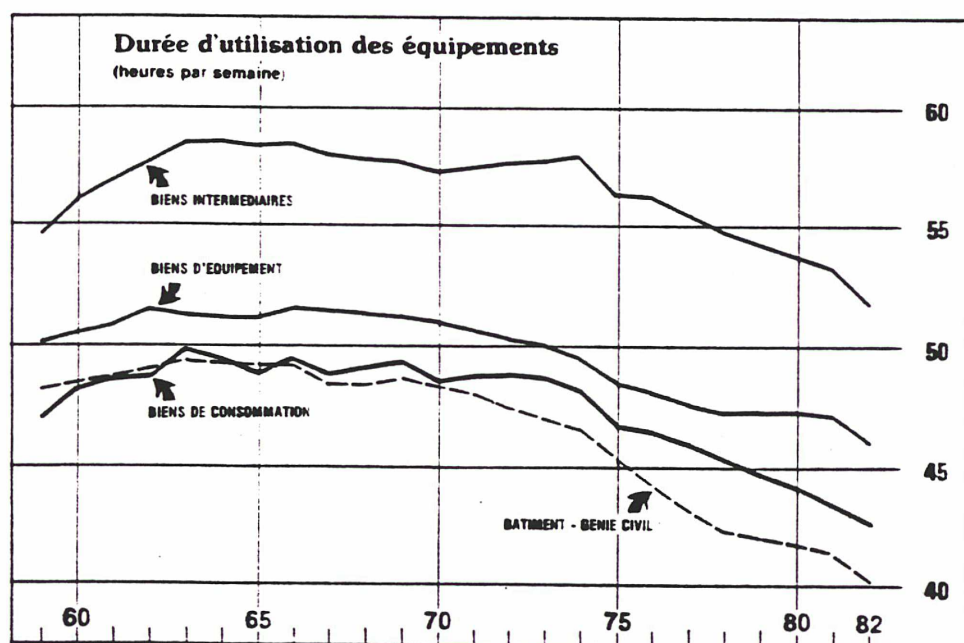
II-4. TRADITIONNEL POINT FORT DES ECHANGES DE MARCHANDISES, LE SOLDE DES ECHANGES DE PRODUITS MANUFACTURES DEVIENT DEFICITAIRE.

II-41. L'effort d'investissement insuffisant entraine une baisse de la productivité des équipements.

Alors que la durée hebdomadaire moyenne de travail dans l'industrie s'était allongée de 1959 à 1963 et était restée constante jusqu'en 1973, la durée d'utilisation des équipements s'est sensiblement réduite dans toutes les branches de l'industrie depuis 1973.

Graphique n° 32.

Durée d'utilisation des Equipements.



Source: INSEE, Comptes de la Nation.

En outre, la faiblesse de l'investissement matériel depuis 1973 conduit à un vieillissement du capital installé. En effet, les branches des biens intermédiaires et des biens de consommation qui avaient fortement rajeuni

leurs parcs de matériel avant 1973, connaissent depuis le choc pétrolier un "sous-déclassement". En revanche, dans l'industrie des biens d'équipement, des politiques de mises au rebut importantes depuis 1971 permettent, malgré le ralentissement de l'effort d'investissement, de limiter le vieillissement du parc.

Globalement, l'âge moyen du capital installé augmente notablement.

Tableau n° 35.

Age moyen du capital dans l'industrie par branches

(en années)

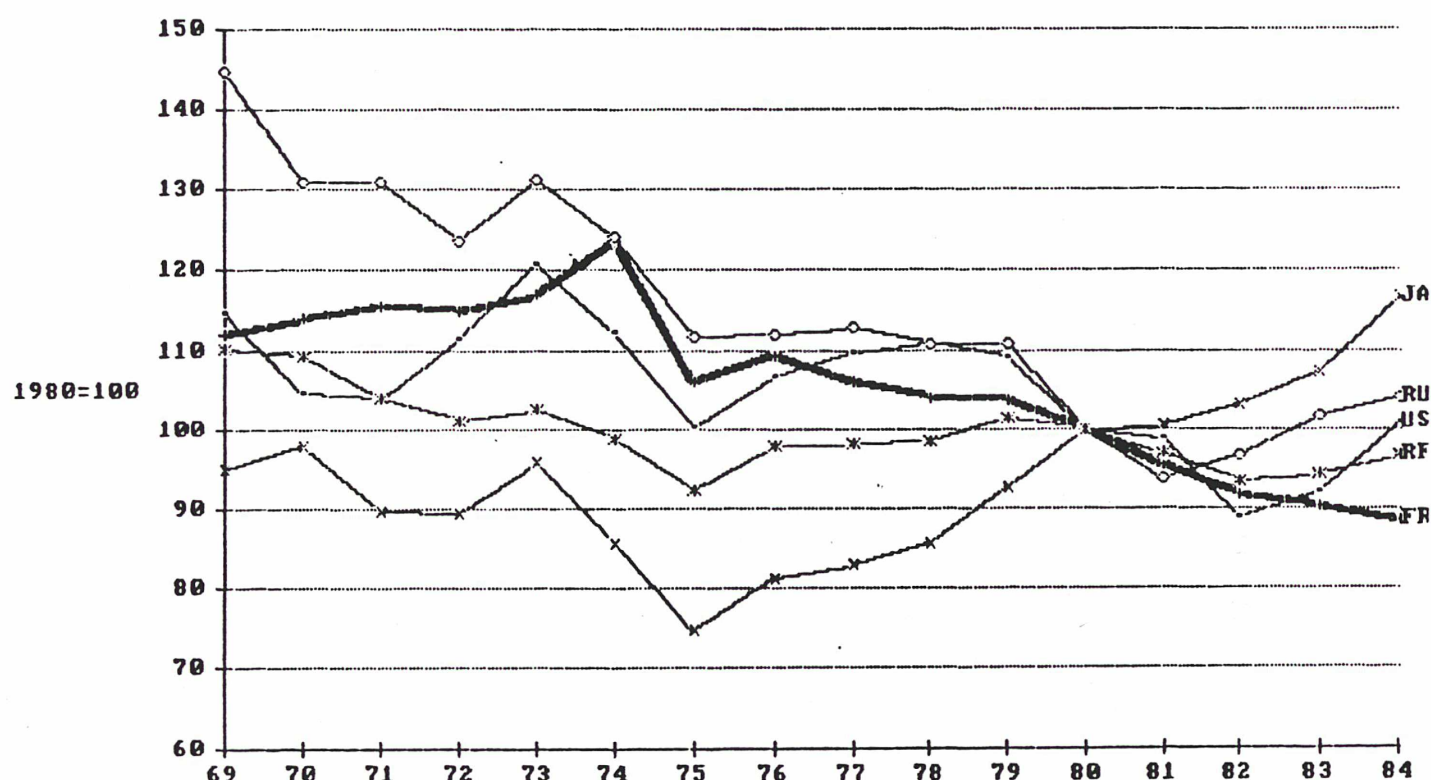
	1963	1974	1982
BIENS INTERMEDIAIRES.....	7,00	7,20	8,60
BIENS EQUIPEMENT.....	8,60	5,90	6,70
BIENS CONSUM. COURANTE....	8,10	7,20	9,20
INDUSTRIE MANUFACTURIERE..	6,70	6,70	7,70

Source: INSEE, *Comptes de la Nation*.

De façon inéluctable, la réduction de la durée d'utilisation des équipements et le vieillissement du parc installé entraînent un affaiblissement de la compétitivité. Comparée à celle de nos concurrents, la productivité du capital, parmi les meilleures en 1969, est aujourd'hui la plus faible.

Graphique n° 33.

*Productivité du Capital
(base 100 en 1980)*



Source: OCDE.

II-42. Une dégradation récente du solde des échanges industriels.

Pour desserrer les contraintes qui pèsent sur l'économie française, et notamment le besoin de financement constant depuis plus de dix ans, un solde industriel positif pour les échanges industriels est primordial. Or on constate, que en 1987 et pour la première fois depuis dix ans, la France enregistre un déficit du solde industriel qui s'explique notamment par une dégradation du niveau des prix.

II-421. L'émergence d'un déficit industriel.

Sur la période 1973-1986, on constate que le solde industriel (matériels militaires et civils) est largement positif. Ces excédents limitent les valeurs atteintes par le solde des échanges de biens constamment déficitaire depuis 1975, principalement en raison du déficit énergétique.

Tableau n° 36.

Evolution des Soldes Commerciaux (1976-1986)

(chiffres CAF-FAB, en milliards de francs)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
- INDUST. CIVIL	17,8	36,0	38,0	35,5	17,9	33,4	9,1	38,1	65,1	50,7	-2,2
- MILITAIRE....	-7,1	-36,0	-27,7	-13,3	-31,4	-84,8	-83,6	-131,0	-83,6	-60,8	-62,6
INDUSTRIEL.....	10,6	-0,1	10,3	22,3	-13,4	-51,4	-74,5	-92,9	-18,5	-10,1	-64,9
ENERGETIQUE....	-60,9	-64,6	-62,0	-83,8	-132,9	-161,6	-177,9	-168,7	-188,7	-180,6	-89,7
AGROALIMENTAIRE	-0,6	-7,6	-1,8	3,2	11,7	21,1	14,7	21,5	25,4	30,9	26,7
DIVERS.....	1,9	1,7	2,0	2,6	2,2	2,3	2,6	4,0	5,8	6,0	2,9
TOTAL.....	-49,9	-70,7	-51,5	-55,7	-132,4	-189,6	-235,1	-236,1	-176,0	-153,9	-125,0

Source: Douanes.

Toutefois ce solde industriel qui progressait régulièrement depuis 1980 (excepté en 1982), se dégrade fortement depuis 1986, puisque l'excédent revient de 81.1 MdF en 1985 à 31.8 MdF en 1986.

Cette dégradation annule en partie l'effet positif engendré par la chute des prix du baril et du cours du dollar sur le solde énergétique, qui est ainsi réduit de moitié (-89.7 MdF en 1986 contre -180.6 en 1985). Le solde des échanges de marchandises (-28.3 MdF) atteint ainsi en 1986 son plus bas niveau depuis 1979.

En fait, le solde industriel *civil*, c'est-à-dire hors matériel militaire, devient *négalif* pour la première fois en 1986 et ce phénomène s'amplifie en 1987.

Tableau n° 37.

**Evolution des Soldes Commerciaux
(1986-1987)**

(chiffres CAF-FAB, en milliards de francs)

SOLDE	01-87	02-87	03-87	04-87	05-87	06-87	07-87	1987 1er SEM	1986 1er SEM	ECART
PRODUITS AGRO- ALIMENTAIRES.....	1622	1855	1744	1739	2196	1273	1929	10429	12553	-2124
PRODUITS ENERGETIQUES.....	-8999	-6570	-5536	-6198	-6315	-6349	-7100	-39967	-56915	16948
PRODUITS INDUSTRIELS.....	-2883	-2601	-5764	-2657	-4532	-3311	368	-21748	1673	-23421
BIENS INTERMEDIAIRES.....	-1370	-1267	-3120	-2439	-1962	-1982	-1242	-12140	-7976	-4164
BIENS EQUIPEMENT PROFFESIONNEL	196	-565	-1251	-47	-1537	12	2197	-3192	8072	-11264
BIENS EQUIPEMENT MENAGER.....	-1058	-938	-1137	-1136	-1195	-1094	-1081	-6558	-6240	-318
MATERIEL DE TRANSPORT TERRESTRE	1562	2144	2508	2342	1722	2018	2341	12316	14734	-2418
BIENS DE CONSOMMATION COURANTE.	-2415	-2242	-2975	-1569	-1759	-2492	-2051	-13452	-6919	-6533
DIVERS.....	182	267	211	192	199	227	204	1278	1755	-477

Source: Douanes.

On constate que le solde commercial moyen par trimestre qui s'élevait à près de 9 MdF depuis 1985 s'annule au premier trimestre 1987 et devient négatif au second trimestre. Cette détérioration qui touche toutes les branches manufacturières est toutefois limitée dans le secteur des Matériels de Transport Terrestre (le solde passe de 14.7 MdF pour le premier semestre de 1986 à 12.3 MdF sur la même période de 1987) et dans les Biens d'Equipement Ménager (-6.2 MdF en 1986 contre -6.6 en 1987). Elle est très importante dans le secteur des Biens Intermédiaires (qui passe de -8.0 MdF à -12.4 MdF) et surtout dans les Biens d'Equipement Professionnels (+8.1 MdF en 1986 et -3.2 MdF en 1987) et les Biens de Consommation Courante (-6.9 MdF en 1986 contre -13.2 MdF en 1987).

Tableau n° 38.

Soldes Industriels par Branches.

(en milliards de francs)

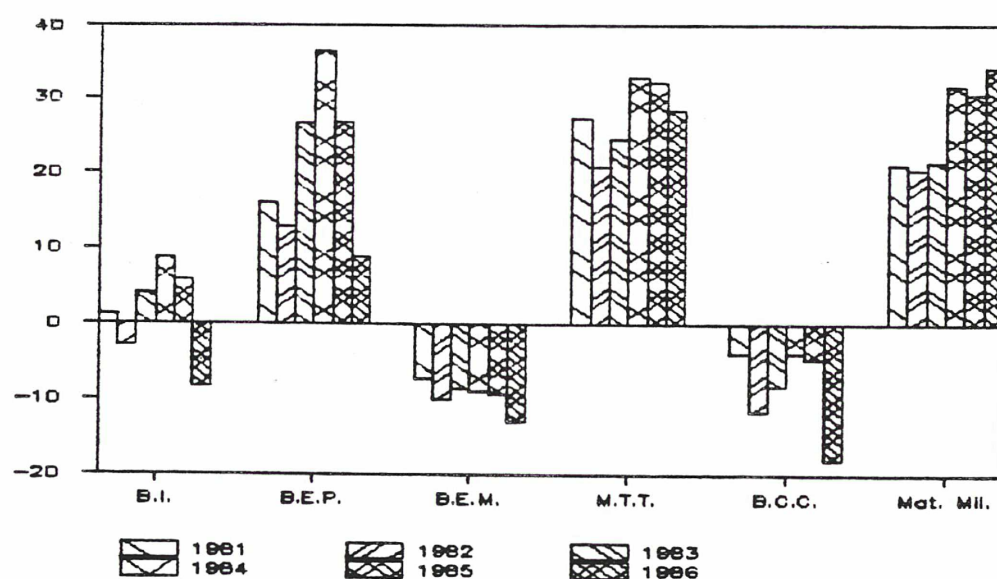
	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
BIENS INTERMEDIAIRES.....	3,5	-8,3	-1,5	-0,3	-5,0	-8,6	1,3	-2,9	3,9	8,7	5,8	-8,4
BIENS EQUIP. PROFESS.....	13,0	13,0	17,6	15,5	18,5	10,3	16,0	12,8	26,5	36,3	26,6	8,8
BIENS EQUIP. MENAGER.....	-2,1	-3,7	-3,7	-3,7	-4,6	-5,6	-7,4	-10,1	-8,6	-8,9	-9,3	-13,0
MAT. TRANSP. TERRESTRE....	18,1	17,4	22,4	25,8	30,3	28,0	27,3	20,8	24,5	32,9	32,1	28,4
BIENS CONSUM. COURANTE....	4,5	-0,6	1,1	0,8	-3,7	-6,2	-3,8	-11,6	-8,3	-3,9	-4,6	-18,1
SOLDE INDUSTRIEL CIVIL....	37,0	17,8	36,0	38,0	35,5	17,9	33,4	9,1	38,1	65,1	50,7	-2,2
SOLDE MILITAIRE.....	3,4	5,8	7,0	10,5	11,1	16,3	21,1	20,5	21,5	31,6	30,4	34,1
SOLDE INDUSTRIEL.....	40,4	23,5	42,9	48,6	46,6	34,2	54,5	29,6	59,6	96,7	81,1	31,8

Source: INSEE, Comptes de la Nation.

Graphique n° 34.

Soldes Industriels par Branches.

(en milliards de francs)



Source: INSEE, Comptes de la Nation.

II-422. Les facteurs explicatifs.

Les sources de la fragilité de la compétitivité industrielle de la France vis-à-vis de ses principaux partenaires sont principalement de trois sortes:

- La structure du commerce extérieur,
- Le comportement des entreprises,
- La situation de l'économie.

La structure du commerce extérieur.

Les résultats du commerce extérieur, et plus précisément des échanges de produits manufacturés, subissent actuellement les conséquences d'une spécialisation géographique défavorable et de l'importance des grands contrats par rapport au commerce courant.

*** Une spécialisation géographique défavorable.**

Favorable jusqu'au début des années 1980, la spécialisation géographique à l'exportation de la France vers les pays non industrialisés accentue la détérioration des performances commerciales.

En effet, depuis le début de la décennie, c'est la zone OCDE hors CEE (principalement le Japon et les USA) qui se révèle être la plus porteuse. Malheureusement cette zone n'absorbe qu'un quart des exportations françaises contre un tiers pour la RFA et la Grande-Bretagne. Après une timide amélioration en 1984 et 1985 (environ -10 MdF de déficit), principalement due à la hausse du dollar, le solde des échanges avec cette zone retrouve la valeur moyenne constatée au début des années 80 soit environ -20 MdF. Les échanges avec les Etats-Unis sont de nouveau déficitaires après une année de très léger excédent.

Tableau n° 39.

Soldes Industriels par zones géographiques

(en milliards de francs)

	1980	1981	1982	- 1983	1984	1985	1986
CEE	- 33,2	- 41,4	- 69,2	- 56,7	- 50,1	- 54,8	- 73,3
OCDE hors CEE	- 21,5	- 21,3	- 30,7	- 25,8	- 12,8	- 10,2	- 18,5
Monde hors OCDE	73,2	96,6	109,3	121,4	128,6	117,6	90,4
Total	18,5	33,9	9,4	38,7	65,7	52,6	- 1,4

Source: INSEE, Comptes de la Nation.

La dégradation la plus remarquable touche cependant nos échanges avec les pays en voie de développement (PVD) et les pays pétroliers (zone Monde hors OCDE) notamment compte tenu des masses échangées.

Le poids de la dette extérieure d'un grand nombre de PVD et la diminution des revenus pétroliers, miniers ou agricoles des pays de cette zone limitent le courant des exportations françaises vers des pays qui constituaient des débouchés traditionnellement favorables pour le commerce extérieur de la France.

Dans cette zone, les exportations françaises de produits manufacturés ont ainsi baissé de 10% entre 1985 et 1986 et le solde qui reste largement excédentaire, régresse de plus de 20%.

Les effets conjugués de cette baisse en volume et de la baisse du dollar renforce la place prépondérante de la CEE dans nos échanges. Cependant, la demande adressée à la France par ses partenaires européens croît moins que celle adressée à des pays comme l'Italie ou la Belgique. La légère amélioration observée de 1982 à 1984 ne se confirme donc pas et le déficit s'accroît fortement en 1986 (cf tableau n° 39).

Au total, la structure des marchés de la France joue certainement un rôle important dans la limitation des possibilités d'exportation. L'écart grandissant entre le taux de croissance de la demande mondiale adressée à la France et celle adressée à l'OCDE ou aux cinq principaux partenaires européens de la France (RFA, Italie, Grande-Bretagne, Belgique, Pays-Bas) traduit cet effet.

* Grands contrats et commerce courant.

Si la baisse du solde industriel dans le secteur des Biens Intermédiaires peut s'expliquer en partie par la chute du dollar (malgré un effet favorable sur les prix des importations, la baisse du dollar entraîne une baisse de compétitivité des produits français qui avaient d'ailleurs profité de la montée de la devise américaine depuis 1983), il semble bien, en revanche, que le reflux dans le secteur des Biens d'Équipement Professionnels tiende à l'importance dans la structure exportatrice de la France des *"grands contrats"*.

Ainsi, les fluctuations observées dans l'analyse des taux de couverture par zone géographique s'expliquent bien souvent par l'évolution des ventes d'Airbus (la France a vendu depuis 1983 respectivement 35, 44, 45 et 21 Airbus).

En 1985, les premières conséquences de la chute des grands contrats d'équipement, intervenue dès 1983 dans les carnets de commandes, se font sentir sur le rythme des livraisons et donc des paiements. Les grands contrats d'équipement civil, qui représentaient 95 MdF en 1982, tombent à 56 MdF en 1983, 78 MdF en 1985 et 65 MdF en 1986 (source INSEE, note de conjoncture). D'autant que ces montants comprennent les ventes d'aéronautique le plus souvent destinées aux pays industrialisés, et dont la part dans le total passe de 3% en 1983 à environ 25% en 1984 et 1985, pour atteindre 40% en 1986. En 1986, l'effet de cette réduction s'amplifie et si les échanges avec les PVD et les pays pétroliers restent excédentaires, les exportations ont baissé de 10% (cf paragraphe précédent).

En revanche, les échanges de produits manufacturés avec les pays industrialisés, principalement à base de commerce courant, sont largement déficitaires. Les détériorations les plus marquées au sein de la CEE concernent les échanges franco-allemands (-10 MdF) et franco-italiens (-6 MdF).

Ainsi, une politique d'exportation à base de grands projets la plupart du temps sous l'impulsion de l'Etat (programmes d'aéronautique, de centrales nucléaires, de téléphone,...), négociés de plus d'Etat à Etat pour pouvoir s'inscrire dans des protocoles financiers favorables, a certainement nui au développement d'un courant continu et stable d'exportations.

Le comportement des entreprises.

Le comportement des entreprises explique aussi en partie les faiblesses du commerce extérieur de la France. Il faut tout d'abord préciser qu'il existe un décalage dans le temps entre les politiques suivies par les entreprises et leurs effets sur les courants d'échanges. En outre, ce décalage varie en fonction du type d'échanges. Pour le commerce courant, il serait d'environ six mois à un an; en revanche, il atteindrait trois ans ou plus pour les grands contrats, compte tenu des délais entre négociations et livraisons.

Il convient ensuite de noter que le nombre d'entreprises qui contribuent aux exportations françaises est relativement faible. Selon un rapport du Conseil Economique et Social (24), 72% du total des exportations étaient réalisées en 1980 par 1.000 entreprises (40% pour les 100 premières) qui exportaient en moyenne 37.2% de leur chiffre d'affaires. La taille des entreprises n'est pas prépondérante puisque les PME (moins de 1.000 salariés) réalisent 39% des exportations contre 30% pour les grandes entreprises (plus de 10.000 salariés).

Le Centre d'Observation Economique (C.O.E.) de la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris a réalisé en Octobre 1986 une enquête auprès de professionnels (en RFA, Belgique, Italie, Grande-Bretagne, Etats-Unis) portant sur les qualités comparées des produits de consommation courante français et des productions d'autres pays. Ces travaux permettent d'analyser l'influence du comportement des entreprises sur leurs performances à l'exportation (source C.O.E. , Lettre mensuelle de conjoncture n°278, Janvier 1987).

Si la qualité technique des produits français est appréciée, en revanche, le dynamisme commercial, les délais de réaction et de livraison, le service après-vente, les efforts sur la promotion-publicité et l'adaptation des produits à la demande sont jugés inférieurs à ceux des principaux partenaires de la France.

Ces résultats illustrent le retard pris par les entreprises françaises en matière d'investissement matériel (notamment pour les produits nouveaux) et d'investissement immatériel (action commerciale, publicité, adaptation des produits français aux marchés étrangers...) au cours des années passées et dont les effets se font sentir à l'heure actuelle.

La situation de l'économie en France.

Les évolutions de l'économie française ont joué un rôle prépondérant dans les variations du taux de couverture et du taux de pénétration sur le marché intérieur.

Selon l'INSEE (1), deux facteurs peuvent expliquer ces variations : la différence de conjoncture intérieure entre la France et les principaux pays industriels et l'évolution de la compétitivité des exportations françaises.

*** Le décalage conjoncturel.**

De faible importance jusqu'en 1980, le rôle de la différence de demande entre la France et les principaux pays industriels s'accroît fortement depuis cette date.

Depuis 1981, l'économie française a connu des évolutions de sens opposé à celles de ses principaux partenaires. En 1982, une demande intérieure qui progresse vivement (+3.5%) favorise l'essor des importations en France, alors que la faible croissance de la demande dans les principaux pays industriels (+1%) freine les exportations françaises. Le déficit du commerce extérieur se creuse, principalement à cause de la réduction de l'excédent industriel.

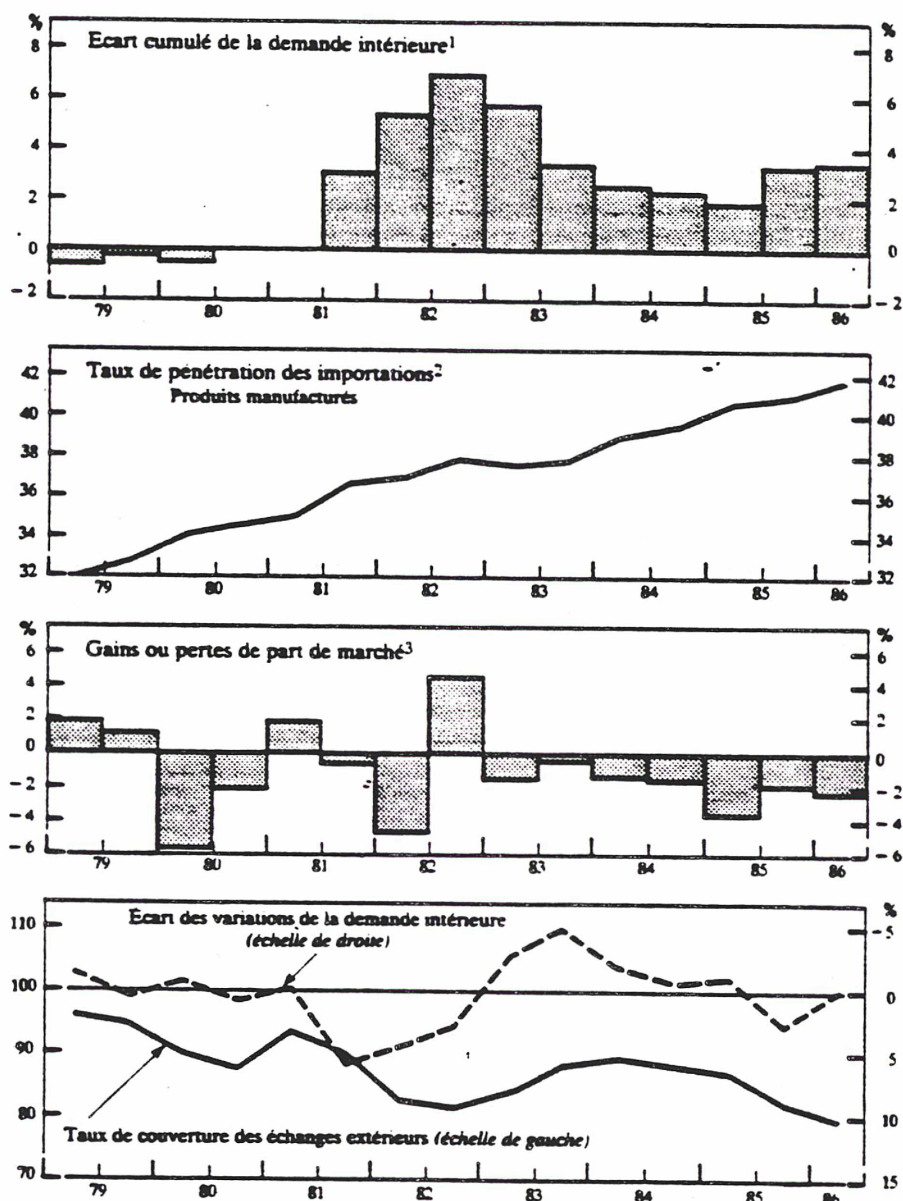
En 1983, les exportations françaises progressent grâce à la reprise mondiale (+1.6%), notamment au sein des pays de l'OCDE. Mais le plan de rigueur entraîne une stagnation de la demande intérieure (-0.7%) et provoque une réduction des importations. L'excédent industriel progresse fortement en 1983 et 1984 (+60 MdF et +97 MdF) et le taux de couverture s'améliore.

En 1986, on retrouve pratiquement la situation de 1982: une forte croissance de la demande intérieure en France (+3.7% contre +3.2% pour la moyenne des principaux partenaires), une reprise de l'investissement constatée depuis 1984, l'incapacité des entreprises françaises de satisfaire cette demande. Le taux de pénétration sur le marché français augmente vivement.

L'écart de demande est certes beaucoup plus faible qu'en 1982, mais c'est le cumul des écarts qui amplifie les effets négatifs.

Graphique n° 35.

Solde extérieur et écart de conjoncture



1. Écart vis-à-vis de la moyenne pondérée des États-Unis, de la Belgique, l'Allemagne, l'Italie et du Royaume-Uni, cumulé depuis le deuxième semestre de 1978.
2. Ratio des importations / la production + importations - exportations + marges commerciale à l'exportation.
3. Écart entre l'évolution des exportations françaises de produits manufacturés en volume et celle des importations des principaux pays partenaires.

Source: OCDE.

Tableau n° 40.

Demande intérieure finale (biens et services)

(Taux de croissance en volume, en %).

	1982	1983	1984	1985	1986
France	3,5	- 0,7	0,5	2,2	3,7
Pays européens (1)	- 0,4	- 0,6	2,2	2,0	3,2
dont RFA	- 2,1	2,3	1,9	1,6	3,8
Pays industrialisés (2)	1,0	1,6	2,8	2,1	3,2

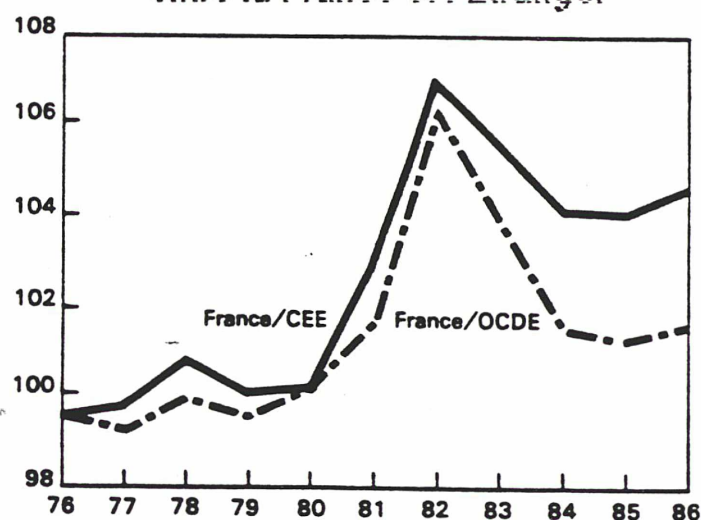
(1) RFA, GB, Italie, UEBl, Pays-Bas pondérés par leurs poids dans les exportations françaises.

(2) Pays Européens +Etats-Unis, Japon, même pondération.

Source: INSEE, Comptes de la Nation.

Graphique n° 36.

**Différence de demande intérieure
entre la France et l'Etranger**



CEE (RFA, GB, Italie, UEBl, Pays-Bas)

OCDE (CEE+ Etats-Unis, Japon), pondérés par leurs poids dans les exportations.

Source: INSEE, Comptes de la Nation.

* La compétitivité.

La compétitivité des produits français, tant sur le marché intérieur qu'à l'exportation dépend essentiellement de trois éléments:

- les taux de change,
- l'évolution des coûts unitaires,
- l'effort relatif de marge apparent.

Le dernier terme prend en compte les différences des taux de marge des exportateurs étrangers et des taux de marge français.

De 1981 à 1984, la baisse du dollar et les trois dévaluations successives du franc ont un effet favorable. Depuis 1985, la baisse du dollar provoque une dépréciation de cette compétitivité malgré une nouvelle dévaluation en 1986. La dégradation relative des coûts unitaires (qui prend essentiellement en compte les coûts salariaux) semble stoppée.

En ce qui concerne l'effort relatif de marge apparent, on constate que les industriels qui avaient fortement relevé leurs marges à l'exportation (probablement pour compenser le blocage des prix sur le marché intérieur) ont depuis la mi-85 amorcé une réduction de ces marges (principalement à l'égard de la zone OCDE hors CEE, sans doute à cause de la baisse du dollar).

Cependant sur le marché intérieur, les marges sont augmentées en 1986 de 1%, alors que les prix à l'importation baissent de 3%; la compétitivité se dégrade et le taux de pénétration des entreprises étrangères augmente fortement (cf tableau n° 41).

Tableau n° 41.

Taux de pénétration et compétitivité sur le marché intérieur.

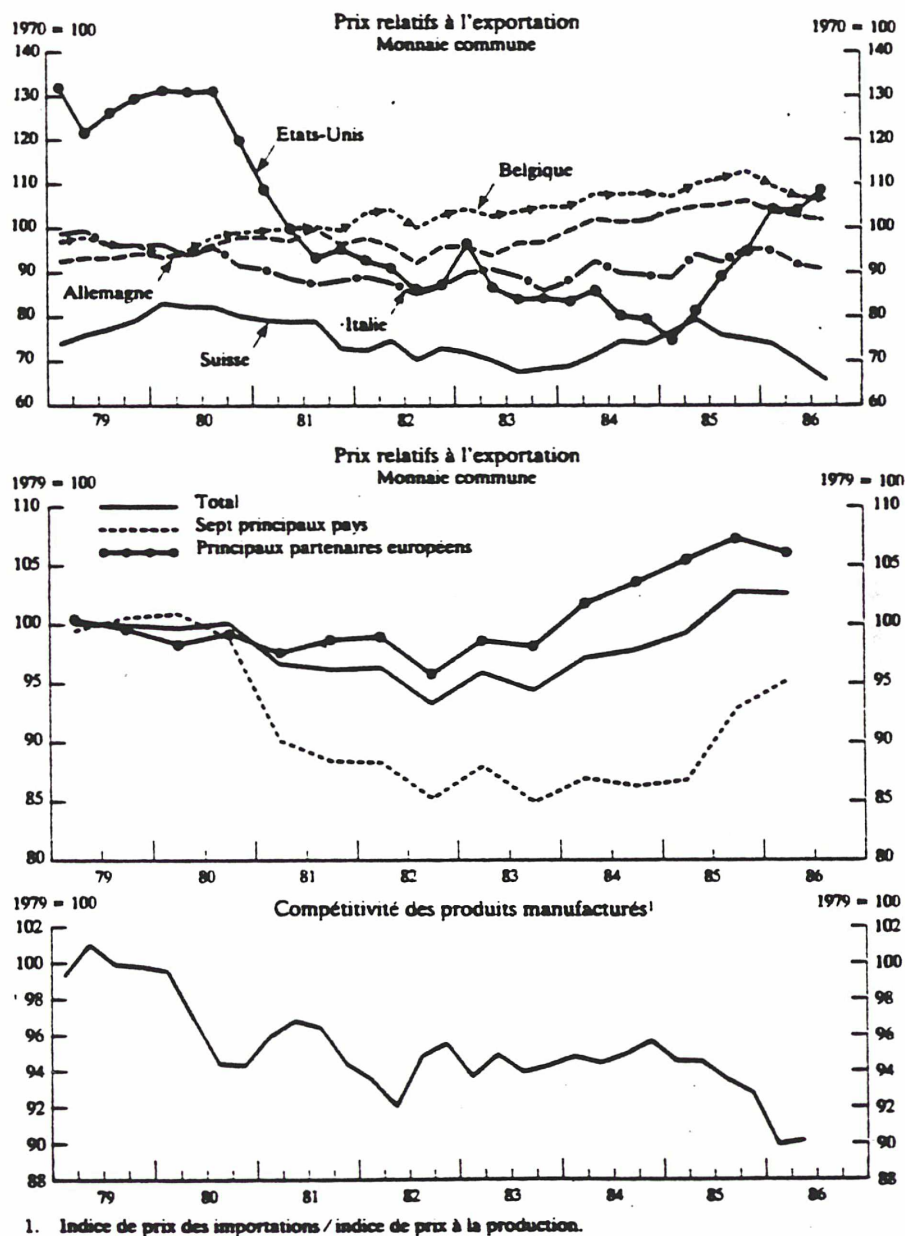
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Taux de pénétration (niveau en %)	100,0	102,7	106,7	106,5	111,3	116,8	121,7
Compétitivité intérieure	100,0	100,8	101,3	102,1	103,0	101,0	96,9

(Ensemble des produits manufacturés, partage volume-prix à structure 1980)

Source: Comptes Nationaux.

Graphique n°37.

Indicateur de compétitivité



Source: OCDE.

III. L'EXPLOSION DES MARCHES FINANCIERS.

Les quinze dernières années qui avaient débuté alors que la Bourse de Paris connaissait une crise profonde s'achèvent sur une véritable explosion des marchés financiers.

Les marchés de capitaux progressent très vivement que ce soit en terme d'émissions ou de capitalisation des valeurs mobilières. Par ailleurs, le renouveau des Organismes de Placement Collectif de Valeurs Mobilières (O.P.C.V.M.) ainsi que la création de nouveaux produits financiers permettent un fort développement du marché des titres négociables.

Les entreprises dont les besoins de financement se réduisent vivement ces dernières années voient leurs actifs financiers augmenter de façon considérable, que ce soit sous forme de valeurs mobilières de placement (actions, obligations, titres des OPCVM) ou de titres négociables (billets de trésorerie, certificats de dépôt,...).

III-1. L'ENVOLEE DES MARCHES DE CAPITAUX.

Les marchés financiers qui ne représentaient, il y a 10 ans, qu'une source marginale pour le financement de l'économie en sont désormais une composante majeure.

Alors qu'à cette époque l'activité boursière sur la place de Paris était assez ralentie, les dernières années ont été marquées par une nette revitalisation du marché des capitaux.

La vitalité d'un marché boursier se mesure principalement à l'aune des trois éléments suivants:

- les montants d'émission de valeurs mobilières (actions, obligations,...)
- les transactions réalisées,
- l'étendue de la détention de ces valeurs mobilières de placement ou capitalisation boursière.

III-11. Les émissions de valeurs mobilières.

Les émissions d'actions et d'obligations qui représentaient à peine 65 MdF en 1976, ont progressé à une allure vertigineuse à partir de 1979, et surtout 1983, et atteignent en 1986 près de 550 MdF.

Bien que, sur la période récente, un certain rééquilibrage soit en passe de s'opérer, ce sont surtout les émissions d'obligations qui sont responsables de cet accroissement des émissions de valeurs mobilières.

Ainsi, en 1986, les émissions d'actions ont représenté 140 MdF, pour près de 350 MdF d'émissions d'obligations, alors que ces mêmes valeurs pour 1985 étaient respectivement 317 MdF et 78 MdF et, en 1984, 51 MdF et 250 MdF, selon la Banque de France (Bulletin trimestriel n° 63).

Par ailleurs, l'introduction de nouveaux produits (actions à dividendes prioritaires, certificats d'investissements, titres participatifs) et la création du second marché dynamisent un marché boursier sur lequel existe une offre abondante de liquidités françaises et étrangères qui cherchent à se placer.

Tableau n° 42.

Emissions de valeurs mobilières en France

(en milliards de francs)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
OBLIGATIONS....	42,2	51,4	57,8	65,5	111,7	106,9	154,7	193,7	242,1	313,1	347,7	152,6
ACTIONS.....	10,6	12,3	14,5	15,2	22,4	33,1	40,8	45,6	51,3	77,6	143,7	ND

Source: Banque de France.

III-12. La capitalisation boursière.

Le déséquilibre important entre actions et obligations est moindre en terme de capitalisation qu'en terme d'émissions. Si les marchés des actions et des obligations avaient des tailles comparables au début des années 70, le

rapport était de 2 à 1 dès 1976 (291 MdF pour les obligations et 139 MdF pour les actions). Cet écart s'accroît fortement ensuite pour culminer au cours des années 1981-82 (rapport 4 à 1), mais se réduit depuis pour atteindre en 1986 1.7 à 1 (1870 MdF d'obligations contre 1100 MdF d'actions).

Tableau n° 43.

**Evolution de la capitalisation boursière
(1976-1986)**

(en milliards de francs)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
OBLIGATIONS....	290,9	337,2	420,9	469,6	585,4	604,6	815,6	1032,9	1296,7	1598,1	1870,6
ACTIONS.....	139,1	133,7	195,9	230,2	257,5	227,8	206,9	338,7	431,5	675,3	1104,2

Source: Ministère des Finances, C.O.B.

Si l'on examine sur la période 1970-86 les variations de la capitalisation boursière des actions, on constate tout d'abord que cette capitalisation ne progresse pas de 1970 à 1977. En 1978, des mesures incitatives (loi Monory) ont un effet positif mais modéré. En 1981-82, les nationalisations provoquent tout d'abord une baisse des cours, et se traduisent ensuite par une amputation de la capitalisation boursière de près de 30 MdF. De 1983 à 1986, on constate un accroissement très important de la capitalisation boursière. La capitalisation des actions est multipliée par 3.3 entre 1982 et 1986, celle des obligations par 2.

Grâce à ces évolutions favorables, la Place de Paris a pu combler une partie de son retard par rapport aux places étrangères.

En effet, le taux de capitalisation boursière (capitalisation boursière/PIB) qui était de 8% en France en 1978, contre 35% en Grande-Bretagne et 45% aux USA, atteint en 1986 20% en France, 53% en Grande-Bretagne et 37% aux Etats-Unis, selon la Chambre Syndicale des Agents de Change.

III-13. Les O.P.C.V.M.

La rénovation en 1979 (loi Monory) du cadre juridique des Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV) et des Fonds Communs de Placement ainsi que les dispositions de 1983 (Comptes d'Epargnes en Actions, CEA) ont permis une très forte progression de l'activité de ces organismes qui détiennent aujourd'hui une place prépondérante sur le marché.

Ainsi, les OPCVM détenaient à la fin de l'année 1985 10.3% de la capitalisation boursière des actions et 27.4% des obligations. Ces produits très attractifs pour les petits et moyens épargnants ont également pu apporter des solutions aux problèmes de placement à court terme (SICAV court terme) ou de placement sans risque des entreprises comme nous le verrons plus loin.

On distingue principalement deux catégories d'O.P.C.V.M.: les "Monory-CEA" et les "court terme". Les premiers (surtout des SICAV), bénéficient des avantages fiscaux liés à la détention d'actions françaises (détaxation des revenus investis en actions et des Comptes d'Epargne en Actions). Les seconds sont des SICAV et des FCP obligataires dont le portefeuille comporte principalement des obligations à taux fixe proches de leur échéance de remboursement et des obligations à taux variables. Ils sont donc peu sensibles aux variations de taux d'intérêt. Nés en septembre 1981 après la réforme limitant les facultés de rémunération des placements à échéances, ils ont connu un développement très important lié aux anticipations d'une baisse régulière des taux d'intérêt. Ils géraient fin 1986 près de 380 MdF (cf tableau n° 44).

III-14. Les titres à court et moyen terme négociables.

La Réforme des Marchés Financiers, dont nous décrivons plus loin les principes (annexe I, 2ème partie, chapitre II), a permis la mise en place d'un marché de titres négociables de toutes durées, ouvert à tous les agents.

Inexistants avant 1985, des produits tels que les Certificats de Dépôt, les Bons des Sociétés Financières, les Bons des Institutions Financières Spécialisées bancaires et non bancaires, les Bons du Trésor Négociables et les Billets de Trésorerie ont connu un grand succès tant auprès des institutions financières que des entreprises.

Fin avril 1987, l'encours des Billets de Trésorerie (titres émis par les entreprises) atteint 35.4 MdF, celui des Certificats de dépôt (titres émis par les établissements de crédit) 85.2 MdF et celui des Bons du Trésor Négociables (titres émis par l'Etat) 253,1 MdF (cf tableau n° 45).

Tableau n° 44.

**Actifs nets des O.P.C.V.M.
de 1978 à 1986**

(en milliards de francs)

		1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
COURT TERME	SICAV.....	0	0	0	0,3	13,1	59,6	131,1	204,1	304,9
	FCP.....	0	0	0	5,1	20,3	36,6	65,1	90,7	73,6
CEA	SICAV.....	4,2	9	15,9	20	26,9	39,8	50,2	72,8	109,6
	FCP.....	0	0	0,3	0,4	0,5	1,2	2	3,5	8,1
ENSEMBLE	SICAV.....	37	47	62,6	72,3	104,2	190,8	298,7	449,6	701,7
	FCP.....	0	0,6	3,9	13,9	37,5	82,8	137,4	194,1	274,1

Source: Banque de France.

Tableau n° 45.

Encours de titres à court et moyen terme négociables

(en milliards de francs, fin de période)

	31-12-85	30-6-86	31-12-86	31-01-87	28-02-87	31-03-87	30-04-87
Billets de trésorerie.....	3,3	25,3	24	29,2	34,3	36,1	35,4
Certificats de dépôts.....	27,5	33,5	59,3	64,7	80,3	104,1	121,6
Bons du Trésor négociables.....	4,2	135,1	226,9	235,3	242,6	241,1	253,1
Bons des Institutions financières	0	1,4	3,3	3,3	3,9	4,8	6,6
Bons des Sociétés Financières....	1,8	0,5	0,2	0,2	0,2	1,4	2,3

Source: Banque de France.

III-2. LE DEVELOPPEMENT DES ACTIVITES FINANCIERES DES ENTREPRISES.

Comme nous l'avons déjà évoqué précédemment, les dépenses d'investissement des entreprises progressent faiblement depuis de nombreuses années. A partir de 1983, le redressement des taux de marge et des taux d'épargne a conduit à des taux d'autofinancement très élevés et la situation des trésoreries des entreprises s'est nettement redressée.

Les entreprises affectent une part croissante de leurs ressources disponibles à l'acquisition d'actifs financiers, qui explosent littéralement depuis 1979.

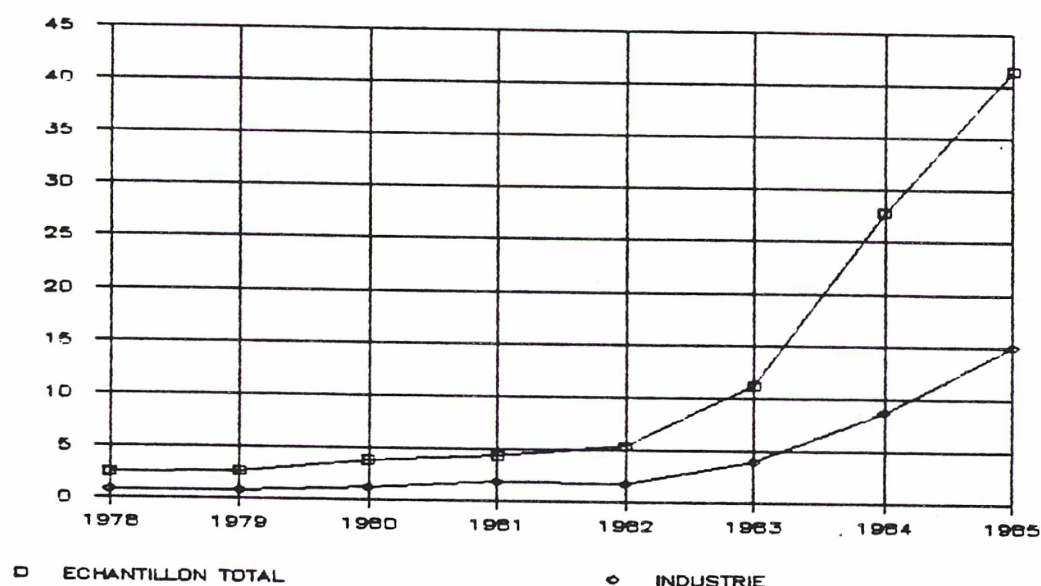
La Centrale des Bilans de la Banque de France a récemment (avril 1987) réactualisé une étude d'avril 85 portant sur l'évolution des encours de titres de placement dans les sociétés industrielles (16). Sur la période 1978-1985, l'étude analyse les bilans d'un échantillon représentatif de 10.000 entreprises dont 5.000 dans l'Industrie (secteurs des Industries Agro-alimentaires, des Biens Intermédiaires, des Biens d'Equipe ment, des Matériels de Transport Terrestre, des Biens de Consommation Courante et du Bâtiment Génie Civil et Agricole).

Les valeurs des encours totaux et moyens de titres de placement sont reproduits dans l'annexe II. On constate globalement une véritable explosion généralisée de ces encours. Ce phénomène se retrouve dans tous les secteurs industriels et quelle que soit la taille de l'entreprise. Alors que l'encours total est multiplié par deux de 1978 à 1982 dans les PME, comme dans les grandes entreprises (aussi bien dans l'Industrie que tous secteurs confondus), il est à nouveau multiplié par un facteur de 8 à 9 entre 1982 et 1985.

Graphique n°38.

**Evolution de l'encours de titres de placement
des sociétés non financières**

(en milliards de francs)



Source: Banque de France, Centrale des Bilans.

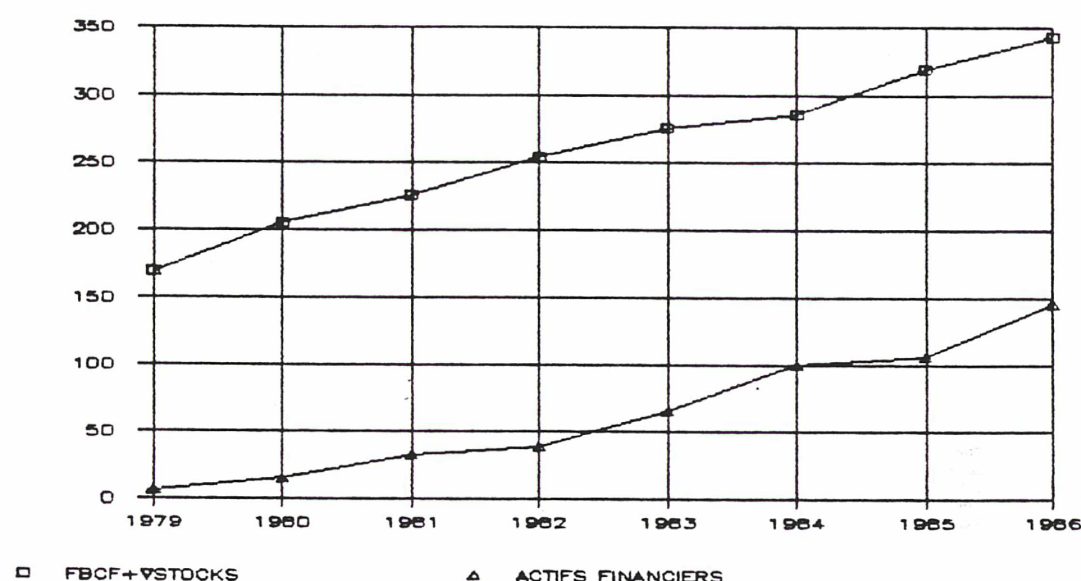
Au total, l'augmentation des actifs financiers a représenté en 1986 60% de l'épargne brute dégagée par les sociétés contre 39% en 1985, et 47.3 % en 1984. Alors que le montant de la FBCF des sociétés privées (SQS-NF, hors GEN) représentait environ 360 MdF en 1986 contre un peu moins de 170 MdF en 1979, le total des emplois financiers des entreprises (achats d'obligations, d'actions et autres participations, ainsi que de bons négociables), très faible en 1979 (de l'ordre de 7 MdF), atteint en 1986 près de 150 MdF.

La courbe ci-après met en relation la Formation Brute de Capital Fixe des sociétés non financières et leurs acquisitions d'actifs financiers: actions (dont SICAV, FCP) et autres participations, obligations, bons négociables.

Graphique n° 39.

**Evolution de la FBCF et des acquisitions d'actifs financiers
des sociétés non financières de 1979 à 1986.**

(en milliards de francs)



Source: INSEE, Comptes de la Nation.

L'augmentation des actifs financiers rapportée au total de la FBCF et de l'augmentation de ces actifs passe ainsi de 19% en 1983 à 25% environ en 1984 et 1985 et atteint 29% en 1986. Les tableaux n° 46 et 47 dressent l'évolution de la structure des emplois des sociétés non financières.

Tableau n° 46.

**Structure des emplois des sociétés non financières
(1979-1985)**

(en %)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Emplois							
- FBCF.....	69,1	70,5	75,4	72,2	68,0	62,9	65,0
- Variation de stocks.....	9,8	12,1	-6,5	3,4	-3,6	0,7	-2,7
- Variation de liquidité nette..	15,3	8,9	15,7	10,4	17,3	9,0	1,1
- Actions, participations et....							
obligations.....	2,6	5,5	9,2	7,5	11,8	24,2	33,6
- Ajustement.....	3,2	3,0	6,2	6,5	6,5	3,2	3,1
TOTAL.....	100	100	100	100	100	100	100

Source: INSEE, Comptes de la Nation, base 1970.

Tableau n° 47.

**Structure des emplois des sociétés non financières
(1983-1986)**

(en %)

	1983	1984	1985	1986
Emplois				
- FBCF.....	70,4	72,7	70,9	61,5
- Variation de stocks.....	-7,6	-1,7	-4,2	-0,3
- Variation de liquidité.....	15,9	3,4	-3,6	8,8
- Actions, participations et....				
obligations.....	16,5	24,3	32,4	25,1
- Ajustement.....	4,8	1,2	4,5	5,0
TOTAL.....	100	100	100	100

Source: INSEE, Comptes de la Nation, base 1980.

Parallèlement à cette évolution de la structure de leurs emplois, les modes de financement des sociétés non financières ont connu des bouleversements importants. On assiste notamment à une forte progression du financement désintermédié.

Le besoin de financement des entreprises non financières décroît régulièrement depuis 1982 passant de -158 MdF à -76 MdF en 1986. Pour les seules sociétés privées, il atteint -53 MdF en 1986 contre -100 MdF en 1982.

En outre, le recours à des financements externes, mesuré en proportion de la valeur ajoutée recule nettement, atteignant 9.3% en 1986 contre 13.4% en 1983. Selon le Conseil National du Crédit (28), cette évolution a surtout porté sur la demande de crédits adressée aux institutions financières: les emprunts nets auprès de ces dernières rapportés à la valeur ajoutée, qui avaient déjà fléchi les années précédentes, ont fortement baissé en 1986 (cf tableau n° 48).

Tableau n° 48.

Recours des sociétés à des financements externes

(en %)

	1983	1984	1985	1986
Variation des emprunts des sociétés auprès des institutions financières				

Valeur Ajoutée	7,9	6,1	5,7	1,9
Variation des ressources externes des sociétés				

Valeur Ajoutée	13,4	10,8	11,1	9,3

Source: Banque de France et Comptes de la Nation.

Cette évolution confirme le recours des sociétés au financement désintermédié, recours facilité par les innovations financières des années récentes (cf 2ème partie de l'annexe I, chapitre II).

Le financement désintermédié des sociétés non financières (y compris les GEN) qui s'élevait à 35% des financements externes en 1981, atteint 50% en 1985 et **80% en 1986** (cf tableau n° 49).

Tableau n° 49.

Structure du financement des sociétés non financières*(flux nets en milliards de francs)*

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Financement par les établissements de crédit	129,1	169,6	162,5	137,1	138,7	48,6
Financement désintermédié.....	73,5	91,3	109,5	106,1	127,6	194,9
TOTAL.....	202,6	260,9	272	243,2	266,3	243,5

Source: Conseil National du Crédit.

De plus, l'augmentation du financement désintermédié a surtout permis aux entreprises de renforcer leurs fonds propres et non d'augmenter leurs emprunts obligataires à long et moyen terme. Une telle évolution permet aux entreprises françaises de combler une partie du fossé qui les sépare de leurs concurrents étrangers en matière de fonds propres.

Tableau n° 50.

Financement désintermédié des sociétés non financières*(flux nets en milliards de francs)*

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Financement désintermédié des sociétés et quasi-sociétés	73,5	91,3	109,5	106,1	127,6	194,9
Obligations internes.....	2,4	27	24,3	20,8	17,8	37
Actions avec appel public à l'épargne.....	2,6	2,6	9,2	8,6	14,8	44,3
Autres augmentations de capital.....	52,2	40,3	56,5	63	84,8	100,7
Eurocrédits et euro-obligations.....	16,3	21,2	19,5	13,7	6,9	-11,1
Billets de trésorerie.....					3,3	24

Source: Conseil National du Crédit.

ANNEXE I

(IIème PARTIE)

LES PRINCIPAUX FACTEURS DE L'EVOLUTION

Les observations macroéconomiques que nous venons d'exposer suggèrent qu'il existe un arbitrage entre investissements industriels et placements financiers, et ce, au détriment des premiers. Un grand nombre d'économistes, de financiers et d'industriels estiment que cet arbitrage pourrait être une conséquence de l'évolution de l'environnement financier des entreprises.

On pourrait presque affirmer qu'entre l'époque de prospérité d'avant le premier choc pétrolier et la situation actuelle, l'environnement des entreprises a changé du tout au tout. On constate en effet une profonde évolution, à la fois sur le plan conjoncturel et sur le plan structurel. Mais quels sont les éléments qui ont une influence déterminante sur le comportement des entreprises?

Nous voudrions dès maintenant signaler que notre objectif n'est pas de faire une étude macroéconomique de l'influence comparée d'un certain nombre de facteurs financiers sur les décisions des entreprises. Nous souhaitons seulement présenter les éléments les plus souvent cités pour expliquer les changements intervenus dans leur comportement.

I. L'EVOLUTION CONJONCTURELLE DE L'ENVIRONNEMENT FINANCIER DES ENTREPRISES.

Nous entendons par évolutions "conjoncturelles", l'évolution qui a touché des paramètres caractéristiques de la situation économique française ou étrangère, comme le PIB, la demande, les taux d'intérêt, de change ou d'inflation...

I-1. LE ROLE DES ELEMENTS NON FINANCIERS.

Notre propos n'est certes pas d'affirmer que seuls des paramètres financiers ont eu une influence notable sur le comportement des entreprises. Des éléments comme la croissance du PIB ou l'évolution de la demande reçue par les entreprises constituent des facteurs essentiels quant aux décisions d'investissement. Bien que notre étude soit centrée sur le rôle des facteurs financiers, nous avons jugé indispensable de rappeler que les choix des entreprises s'inscrivent dans un contexte économique donné, de faible progression de la demande.

Il paraît clair que la faible croissance, voire la régression, de la demande adressée aux entreprises a eu un effet dépressif sur leurs investissements. Cette assertion mérite cependant quelques nuances et détails supplémentaires.

I-11. De 1974 à 1982, la France a une croissance plutôt plus soutenue que les autres grands pays industrialisés.

Tableau n°51.

**Produit Intérieur Brut réel
dans les grands pays industrialisés**

(Evolution en volume. Pourcentage de variation par rapport à la période précédente)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1
FRANCE	5,9	5,4	3,2	0,2	5,2	3,1	3,8	3,3	1,1	0,5	1,8	0,8	1,5	1,4	
ETATS-UNIS*	5,4	5,7	-0,9	-0,8	4,7	5,5	4,7	2,6	-0,4	3,4	-3,0	3,4	6,4	2,7	
JAPON*	8,4	7,9	-1,2	2,6	4,8	5,3	5,1	5,2	4,4	3,9	2,8	3,2	5,1	4,7	
RFA*	4,2	4,7	0,3	-1,6	5,4	3,0	2,9	4,2	1,4	0,2	-0,6	1,5	3,0	2,5	
TOTAL*	5,3	6,2	0,1	-0,4	4,9	4,1	4,2	3,4	0,9	2,2	-0,7	2,8	5,0	3,0	

* Total des 7 grands pays industrialisés

(* PNB à partir de 1983)

Source: OCDE.

- Après le premier choc pétrolier, la France a connu des taux de croissance en général supérieurs à ceux de l'ensemble des sept grands pays industrialisés (Etats-Unis, Japon, Allemagne, France, Grande-Bretagne, Italie, Canada). Après la dépression de 1975, où le taux de croissance ne dépasse pas 0,2%, la France connaît en 75-76, à l'instar de l'économie mondiale, un très fort mouvement de reprise. Cependant, alors que la croissance se maintient à un niveau soutenu pour les autres grands pays industrialisés de 1977 à 1979, la France connaît alors un taux de croissance assez fort mais légèrement moins élevé (cf tableau ci-dessus). L'économie mondiale connaît une nouvelle récession à partir de 1980, mais la France ressent un peu plus tard que les autres pays industrialisés les effets du second choc pétrolier. Il faut bien sûr exclure le Japon qui connaît depuis 76 des taux de croissance toujours supérieurs à 3% (sauf en 1982, 2,8%).

Le fait que la croissance en France jusqu'en 1982 soit plutôt plus soutenue que dans les autres grands pays industrialisés, à l'exception du Japon et en dehors des périodes 76-79 et 1981, s'explique par une politique favorable aux ménages. Comme nous l'avons vu dans l'étude de la situation financière des entreprises, le partage de la valeur ajoutée a été effectué pendant toute la période 74-82 dans un sens qui pénalisait les entreprises.

Tableau n° 52.

Consommation finale privée réelle*(Evolution en volume. Pourcentage de variation par rapport à la période précédente)*

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
FRANCE	6,1	5,8	2,9	3,4	5,6	3,1	4,2	3,5	1,5	2,1	3,1	1,0	1,1	2,4	3,1
ETATS-UNIS	5,7	4,0	-0,7	2,1	5,6	4,8	4,2	2,7	0,6	2,0	1,2	4,7	4,7	3,5	4,1
JAPON	9,3	9,2	-0,3	4,4	3,5	4,2	5,4	6,5	1,4	1,3	4,1	3,2	2,7	2,6	2,7
RFA	4,5	3,1	0,7	3,2	3,7	4,3	3,8	3,6	1,2	-0,5	-1,3	1,7	1,5	1,8	4,2
TOTAL*	6,1	5,2	0,2	2,3	4,5	3,7	4,3	3,7	1,1	1,3	1,4	ND	ND	ND	ND

* Total des 7 grands pays industrialisés

Source: OCDE.

Les conséquences de cette politique sociale sont particulièrement sensibles en 1982, où la France soutient sa demande intérieure par une politique de relance et d'augmentation du pouvoir d'achat des ménages, alors que les autres grands pays industrialisés ont mis en place des mesures restrictives pour juguler l'inflation.

On constate donc, jusqu'en 1979, des taux de croissance relativement élevés, à l'exception de l'année 1975. Ainsi en France, ces taux restent supérieurs à 3% (-0.2% en 1975).

I-12. A partir de 1983 en revanche, la croissance stagne en France, alors qu'une nette reprise s'amorce dans les autres grands pays industrialisés.

A partir de 1983, la France connaît un rythme de croissance inférieur à celui des autres pays industrialisés, et même de l'ensemble des pays de l'OCDE. En effet, n'ayant pas réagi aussi rapidement que les autres pays aux deux chocs pétroliers successifs, ce n'est qu'en 1983 que la France met en place un plan de rigueur, dans le but de rétablir les équilibres extérieurs et de maîtriser l'inflation. Ce plan comprend des mesures spécifiques visant à contenir le gonflement des déficits publics et à réduire la pression de la demande intérieure. La consommation des ménages stagne du fait de l'érosion de leur pouvoir d'achat.

En 1985, la reprise de l'économie mondiale tend à s'essouffler. La croissance en France reste faible (1.4% contre 3.0% pour les grands pays industrialisés, chiffres OCDE).

En 1986, la croissance repart légèrement en France (2.0%) mais reste inférieure à celle des autres pays industrialisés (+2.4% pour la CEE) (chiffres OCDE). Le pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages s'est en effet remis à croître.

Comme le souligne le Conseil Economique et Social (24), après les soubresauts des années 70 durant lesquelles les flambées de croissance étaient suivies d'arrêts brutaux, le rythme d'évolution du PIB des pays de l'OCDE, notamment de la France, s'est considérablement assagi. La croissance est peu soutenue, mais plus régulière. Les disparités entre pays diminuent.

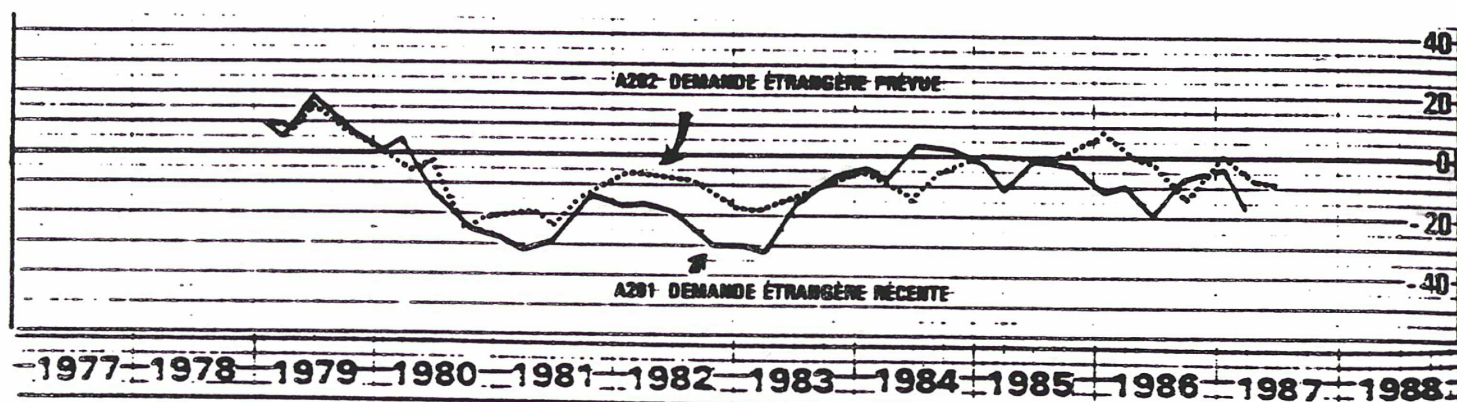
I-13. L'appréciation par les industriels de la demande qu'ils reçoivent est assez morose.

Graphique n° 40.

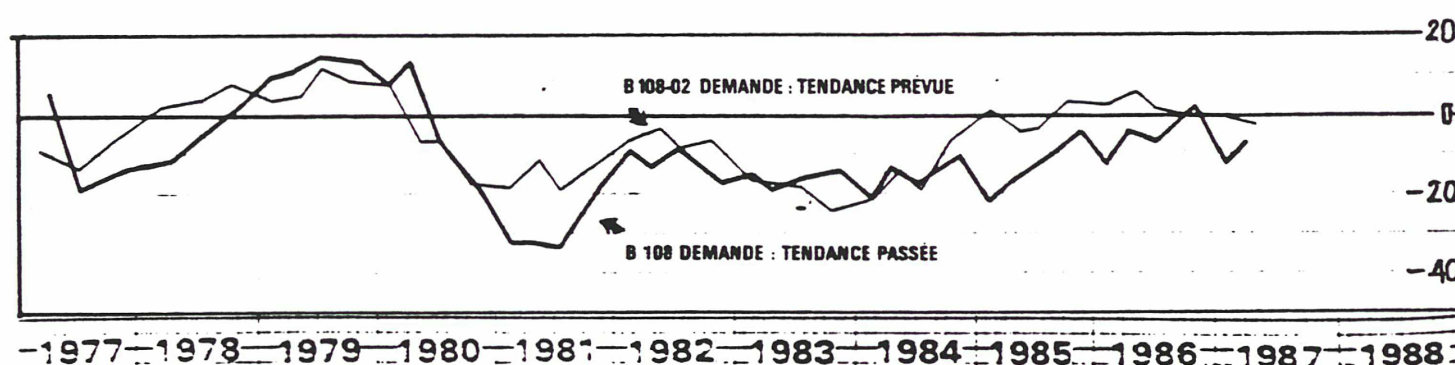
Le constat trimestriel des industriels

Qu'observent les industriels?

La demande étrangère



La demande globale (demande étrangère comprise)



Source: INSEE, *Tendances de la Conjoncture*.

Ces courbes sont obtenues à partir de l'enquête trimestrielle dans l'industrie (ETI) qui porte sur 3200 entreprises. Elles représentent des soldes de réponses.

(commentaires de l'INSEE: on obtient une répartition des entreprises en trois groupes: pourcentage d'entreprises où la demande a augmenté, pourcentage d'entreprises où elle a été stable, pourcentage d'entreprises où la demande a diminué. L'expérience montre qu'on peut, sans beaucoup de pertes d'informations, ne retenir que la différence algébrique entre les pourcentages concernant les opinions opposées. C'est cette différence appelée "solde des réponses" qui apparaît sur les graphiques.

En ce qui concerne la demande étrangère, la demande récente représente la demande observée par l'industriel pour son entreprise au cours des 3 ou 4 derniers mois. La demande prévue représente la demande prévue pour l'entreprise au cours des 3 ou 4 mois suivant l'enquête. D'une manière générale, et quand ils répondent sur leurs propres entreprises, les vues des industriels sur la demande étrangère récente s'avèrent bonnes, mais leurs perspectives restent assez fragiles.)

Les industriels ne semblent pas prévoir d'augmentation de la demande. La demande intérieure s'est certes écroulée depuis le second choc pétrolier, mais à partir de 1985, son taux de croissance paraît revenir à des niveaux plus élevés.

Quant à la demande mondiale adressée à la France, elle s'est remise à croître nettement à partir de 1983, sous l'effet de la reprise économique mondiale. Cette tendance à la hausse se modère toutefois en 1985, en raison d'un essoufflement de la reprise économique.

Tableau n° 53.

**Demande mondiale de produits manufacturés
adressée à la France**

Croissance des importations en volume des produits manufacturés des différents pays ou zones pondérées par leur part dans les exportations françaises.

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
DEMANDE MONDIALE... dont	0,6	-0,7	2,5	8,3	3,5	3,2
OCDE.....	-2,7	2,0	5,9	11,1	6,3	-
PVD non OPEP.....	3,4	-8,0	-1,2	7,2	-2,6	-
pays de l'OPEP.....	21,6	-1,7	-14,9	-10,5	-15,1	-
pays de l'Est.....	-2,0	-6,4	3,2	0,3	-3,7	-
Autres (y.c. CHINE)	4,8	-16,4	0,5	13,2	16,5	-

Source: INSEE, Comptes de la Nation.

Tableau n° 54.

Demande Intérieure totale

Evolution en volume. Pourcentage de variation par rapport à la période précédente, taux annuels désaisonnalisés.

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
FRANCE.....	-0,6	4,1	-0,4	0,7	2,1	3,8
ETATS-UNIS.....	3,1	-1,2	5,0	8,3	3,4	3,5
JAPON.....	2,1	3,1	1,8	3,8	3,8	4,0
RFA.....	-2,5	-2,1	2,0	1,9	1,5	3,7
TOTAL 7 GRANDS PAYS INDUSTRIALISES.....	1,4	-0,1	3,3	5,5	3,1	3,6

Source: OCDE Perspectives économiques.

Les industriels bénéficient donc sur la période 1983-86, d'une demande intérieure et mondiale dont la croissance est très supérieure à l'appréciation qu'ils portent sur la demande qu'ils reçoivent!

I-2. INCERTITUDES QUANT A L'EVOLUTION DES PARAMETRES FINANCIERS.

Depuis 1973, l'évolution de la plupart des paramètres financiers a été très erratique. Or des facteurs comme les taux d'intérêt, les taux de change, le taux d'inflation ou les cours des matières premières jouent un rôle déterminant dans l'évaluation de la rentabilité des investissements productifs. Ces paramètres ont connu depuis le premier choc pétrolier des évolutions d'une ampleur considérable, rendant toute prévision d'évolution extrêmement difficile. Le risque que comportent désormais les investissements industriels les a beaucoup pénalisés.

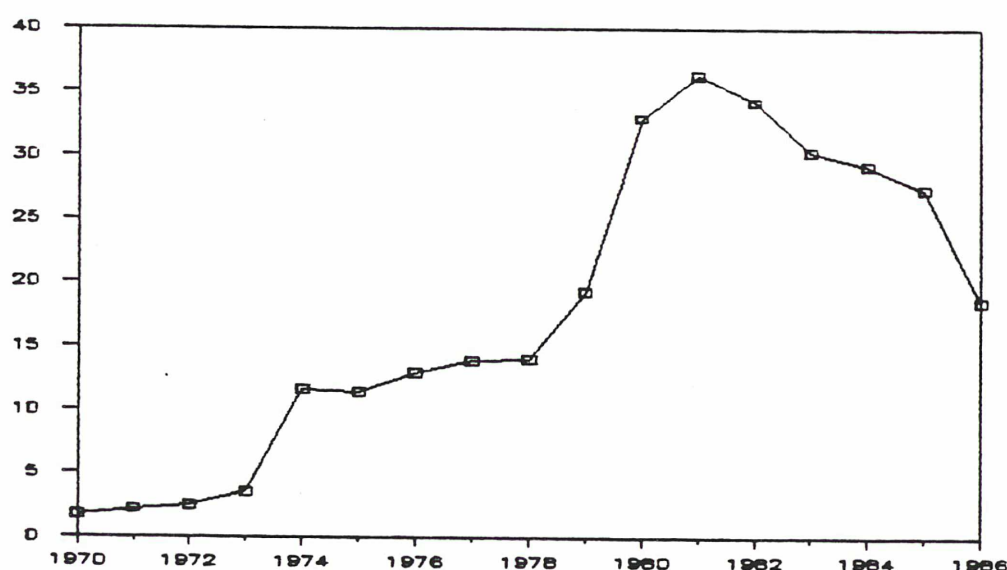
I-21. Le coût des matières premières et de l'énergie.

La variation du prix du pétrole est probablement l'élément dont le monde économique aura le plus parlé.

Graphique n° 41.

Prix à l'importation du brut

(CAF \$ par baril, prix moyen)

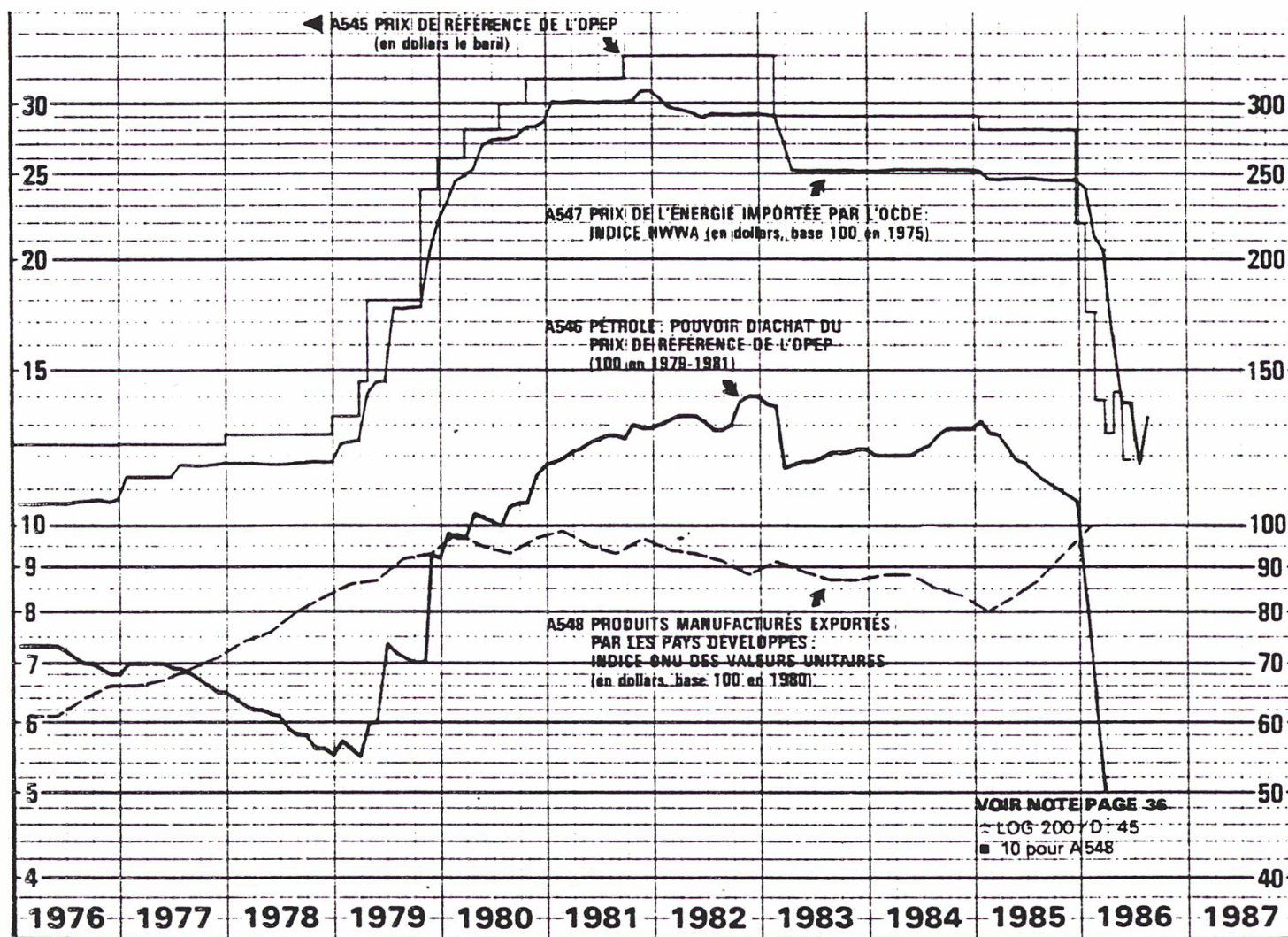


Source: OCDE, Perspectives Economiques.

La variation des prix du pétrole a conduit à un très fort renchérissement des matières énergétiques importées par l'OCDE jusqu'en 1981, puis à une baisse du prix de l'énergie à partir de 1983, baisse qui s'accélère en 1986.

Graphique n° 42.

Prix du Pétrole et de l'Energie



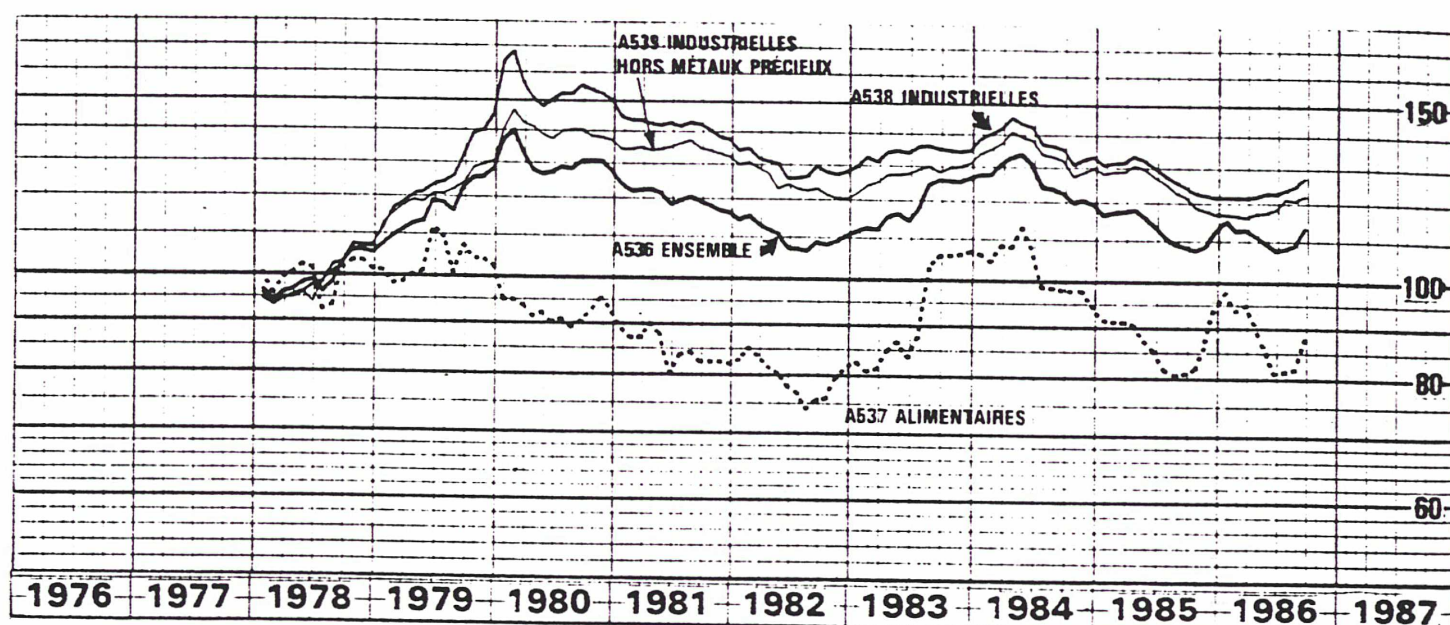
Source: INSEE, *Tendances de la Conjoncture*, novembre 1986.

Prix de l'énergie importée par l'OCDE. Cette série A547 de l'institut HWWA agrège l'évolution des prix de quatre pétroles bruts (Arabie, Iran, Libye, Vénézuéla) et de la houille (Ruhr et USA).

Le prix des matières premières importées par la France (hors énergie) a lui aussi connu des variations importantes mais sans commune mesure avec les variations des prix du pétrole.

Graphique n° 43.

Prix internationaux des matières premières importées par la France



Source: INSEE, *Tendances de la Conjoncture*.

Prix internationaux de matières premières importées par la France: Les matières premières retenues sont celles dégageant durablement un solde commercial déficitaire et nécessitant des achats sur le marché international. Cet indice INSEE retrace l'évolution des prix internationaux en devises composites (dollar américain, australien, malais, livre sterling, franc français) de 39 produits, ceux dont l'information sur le mouvement des prix est régulièrement diffusée. La pondération de l'indice, actualisée chaque année, reflète la structure en valeur des importations de l'année précédente. Le prix international choisi est le plus représentatif des achats français; cet indice constitue ainsi un indicateur précurseur de l'évolution des coûts unitaires en devises de notre approvisionnement.

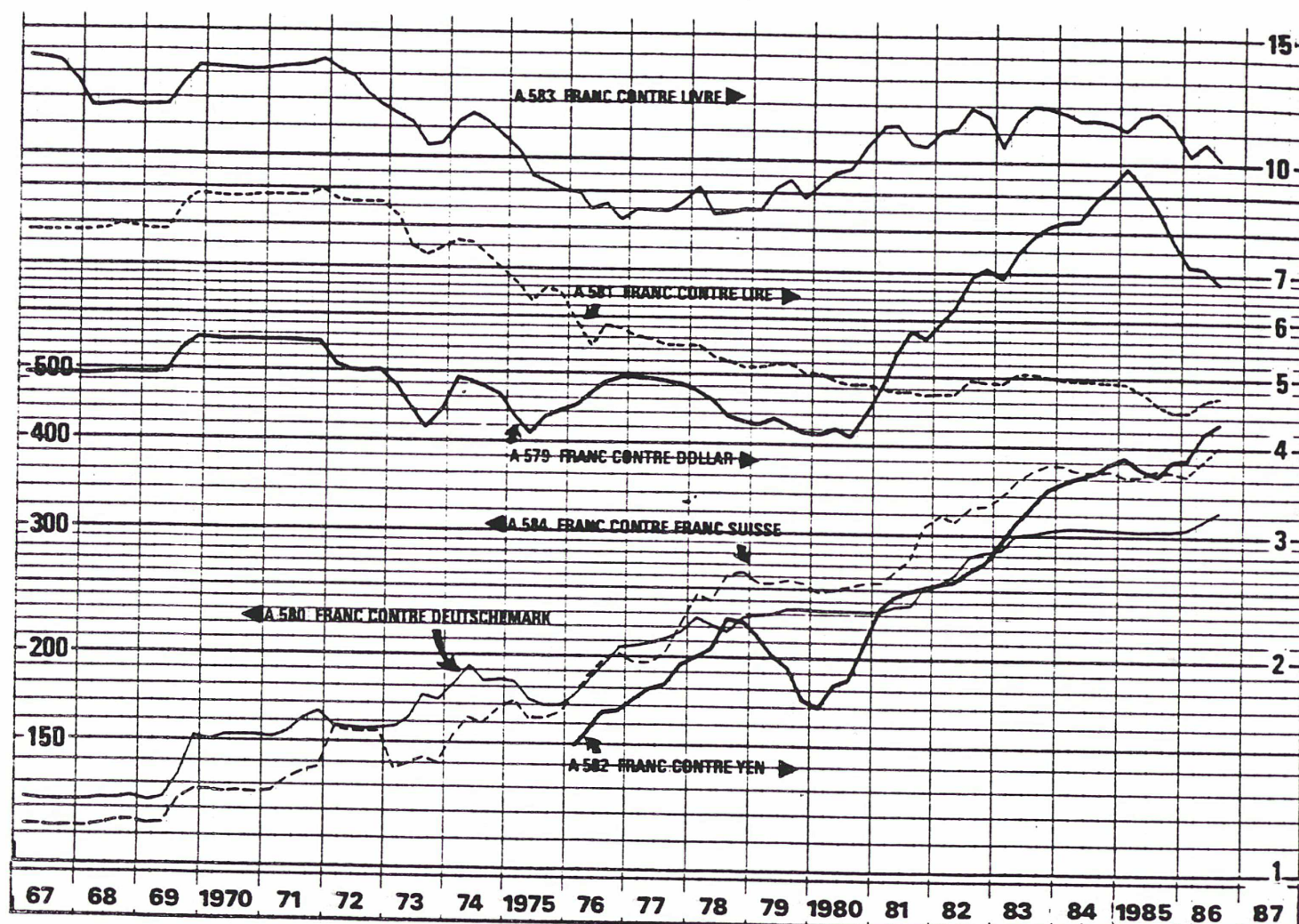
Depuis 1984, ces prix des matières premières, exprimés en devises, semblent orientés à la baisse. Le recul du dollar en 1985 et 1986 accentue ce mouvement, alors que de 1980 à 1984 la hausse du billet vert avait imposé une croissance importante du prix des matières premières.

I-22. Les taux de change.

Graphique n° 44.

Taux de change des monnaies étrangères

(Valeur en francs des différentes devises)



Sources: INSEE, *Tendances de la Conjoncture*, novembre 1986.

Yen et DeutscheMark, monnaies fortes, ne cessent de s'apprécier par rapport au Franc, à l'exception de la période 1978-80 pour le Yen. Cette appréciation est assez régulière.

Au contraire, le dollar, relativement stable jusqu'en 1980, connaît une très forte hausse de 1980 à 1985, période pendant laquelle il passe d'un peu plus de 4FF à 10FF.

Le mouvement de hausse du dollar à partir de 1981 s'explique par différents facteurs:

- différentiel de taux d'intérêt, favorable aux USA,
- excédents de la balance des paiements courants (1981-82),
- rôle de monnaie refuge, accentué par les événements internationaux (Pologne, Liban,...)
- mouvement de hausse des marchés financiers des Etats-Unis, accentué par le besoin de financement des administrations, ce qui attire les capitaux étrangers (OPEP puis Japon).

Mais la balance des paiements courants se dégrade à partir de 1983. Les taux d'intérêt américains s'orientent à la baisse à partir de 1984. La hausse du dollar est stoppée début 85. Un mouvement de baisse s'engage. L'initiative prise par le Groupe des Cinq (22/9/85) d'assurer le repli en bon ordre du dollar entraîne un recul très prononcé dans les jours qui suivent cette décision.

Les résultats peu brillants de l'économie américaine, notamment en matière d'échanges extérieurs, entraînent la poursuite de ce mouvement de baisse. Les variations de taux de change en 1985 et 1986 ont une telle ampleur, qu'ils annulent les changements accumulés depuis 1980. La chute du dollar considérable par rapport au Yen, qui s'est apprécié par rapport aux autres monnaies, inquiète désormais les puissances étrangères. Des mesures sont prises à la fois par les USA (réduction des déficits extérieurs et budgétaires, Loi GRAMM-RUDMAN-HOLLINGS) et par les différentes banques centrales, pour soutenir le dollar.

I-23. Le taux d'inflation.

Comme pour les autres grands pays industrialisés, l'inflation s'accélère en France au moment des deux chocs pétroliers. Les périodes 75-78 et 81-86 connaissent au contraire une baisse du taux d'inflation.

Tableau n° 55.

Prix à la consommation*(Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente).*

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
FRANCE	6,2	7,3	13,7	11,8	9,6	9,4	9,1	10,8	13,6	13,4	11,8	9,6	7,4	5,8
ETATS-UNIS	2,3	6,2	11,0	9,1	5,8	6,5	7,7	11,3	13,5	10,4	6,1	3,2	4,3	3,5
JAPON	4,5	11,7	24,5	11,8	9,3	8,1	3,8	3,6	8,0	4,9	2,7	1,9	2,2	2,1
RFA	5,5	6,9	7,0	6,0	4,5	3,7	2,7	4,1	5,5	6,3	5,3	3,3	2,4	2,2
TOTAL DES 7	4,3	7,5	13,3	11,0	8,0	8,0	7,0	9,3	12,2	10,0	7,0	4,4	4,6	3,8

Source: OCDE.

L'ampleur des variations des taux d'inflation est là encore importante. Le taux d'inflation est presque multiplié par deux entre 1973 et 1974. Il augmente de 50% entre 1978 et 1980.

Il est assez frappant de constater que sur toute la période 1974-1985, la France a un taux d'inflation supérieur à celui de l'ensemble des grands pays industrialisés. La politique de rigueur mise en place en 1983 porte cependant ses fruits puisque le différentiel d'inflation entre la France et ses principaux partenaires étrangers s'est considérablement réduit.

I-24. Les taux d'intérêt.

Les taux d'intérêt ont eux aussi subi des variations de grande ampleur, notamment au lendemain des deux chocs pétroliers. Les hausses brutales de 1973-74 et 1979-81 ne sont pas entièrement compensées par le mouvement de détente qui les suivent.

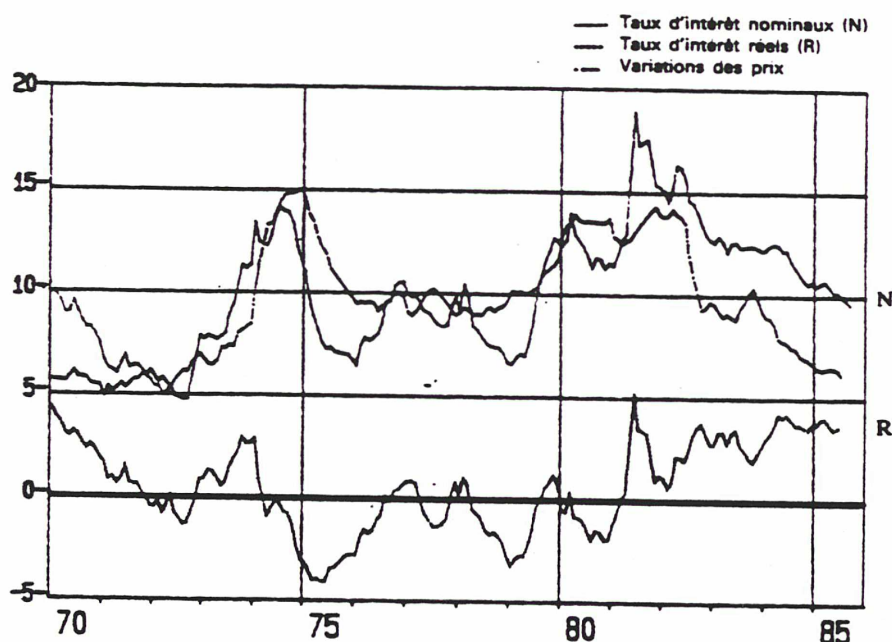
Le mouvement relativement stable de baisse des taux permet pour les grands pays industrialisés de retrouver en 1985, les niveaux d'avant le second choc pétrolier. Les taux restent cependant sensiblement plus élevés qu'en 1972-73.

On remarque qu'en France, les taux d'intérêt nominaux sont plus élevés qu'aux USA, au Japon, au Royaume-Uni ou en Allemagne, ce qui peut s'expliquer notamment par un différentiel d'inflation défavorable à la France.

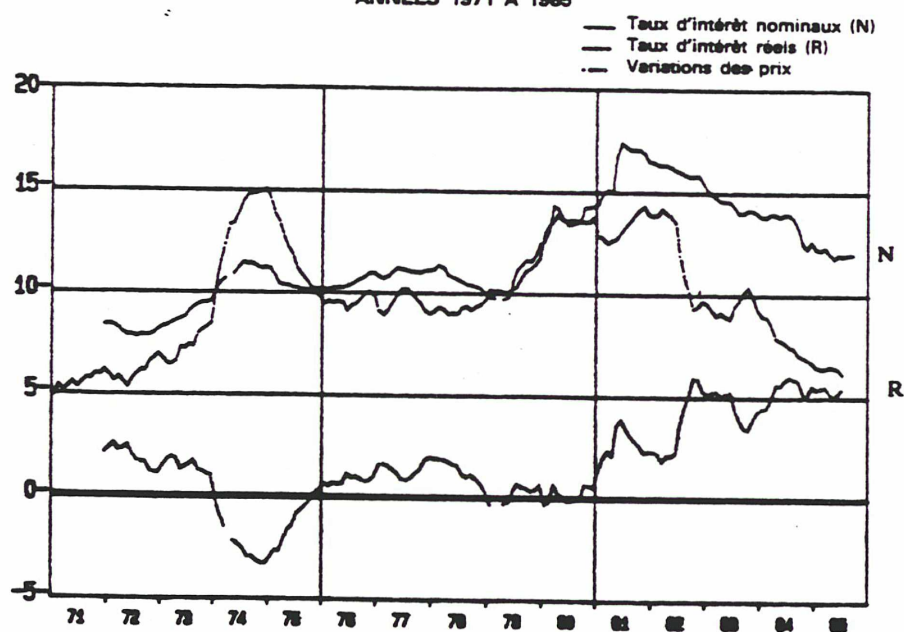
Graphique n° 45.

Evolution des taux d'intérêt réels et nominaux à court terme en France de 1970 à 1985

(en %)



ÉVOLUTION DES TAUX D'INTERÊT RÉELS ET NOMINAUX À LONG TERME (EN %) ANNÉES 1971 À 1985

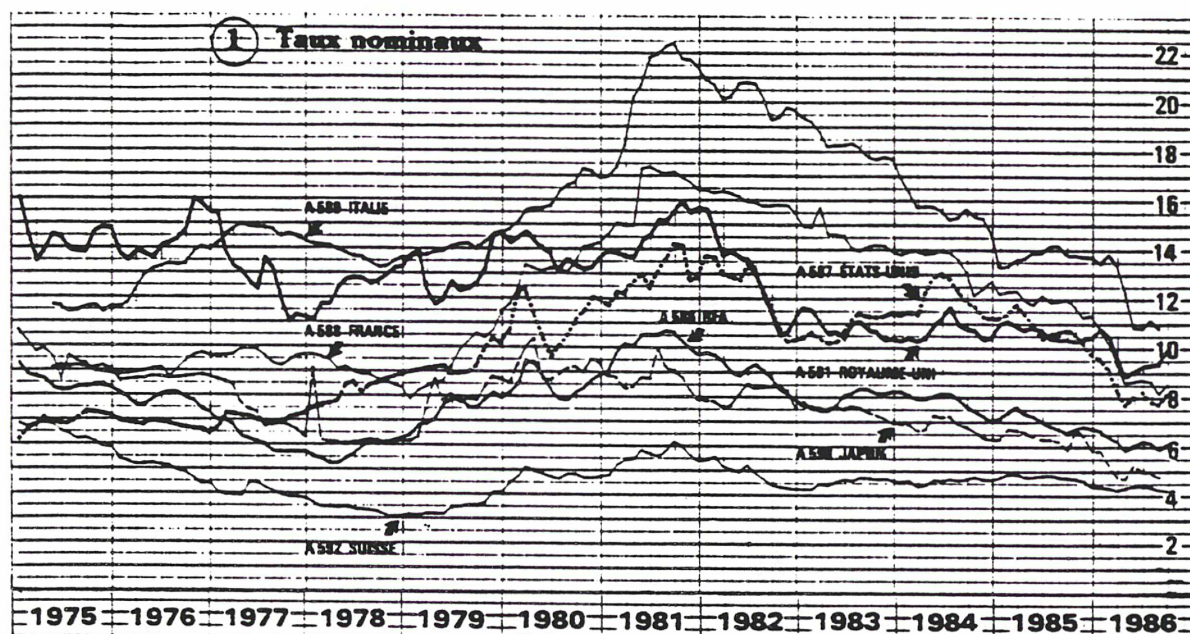


Source: Banque de France, Cahiers économiques et monétaires, n° 25, 2ème trimestre 1986.

Graphique n° 46.

Taux d'intérêt nominaux à long terme

(en %)

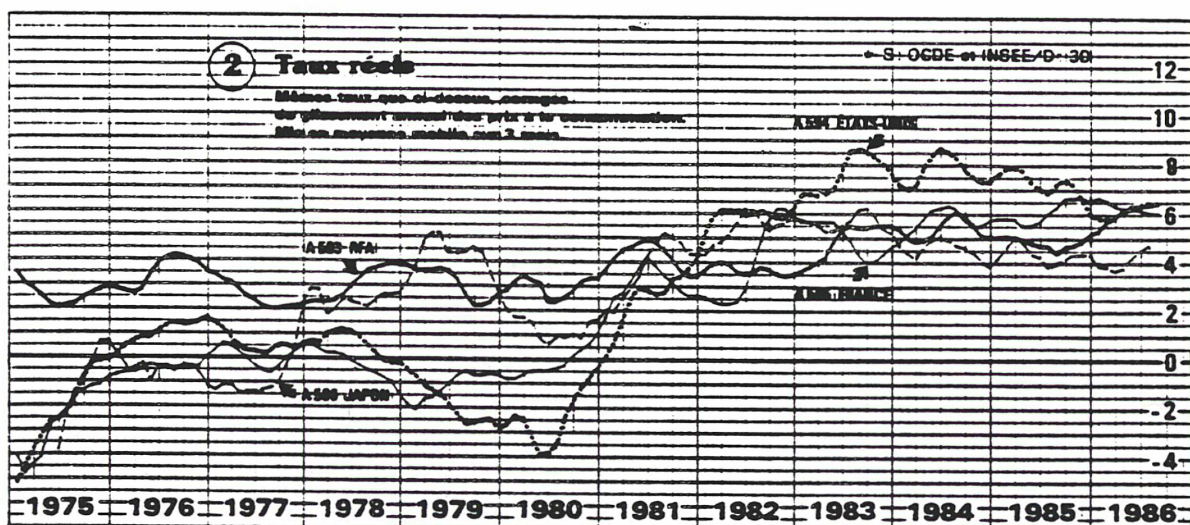


Source : INSEE, Tendances de la Conjoncture, novembre 1986.

Graphique n° 47.

Taux d'intérêt réels à long terme

(en %)



Source : INSEE, Tendances de la Conjoncture, novembre 1986.

I-3. LE NIVEAU ELEVE DES TAUX D'INTERET REELS.

L'envolée des taux d'intérêt réels en 1982 a considérablement pénalisé les entreprises très endettées ou qui avaient d'importants besoins de financement (cf graphiques présentés au paragraphe précédent).

Jusqu'en 1981, les taux d'intérêt réels se situent à un niveau très faible, voire négatif, l'inflation compensant totalement la hauteur des taux d'intérêt nominaux.

Mais en 1980-81, les taux d'inflation très élevés conduisent à de fortes anticipations inflationnistes et aboutissent à un accroissement très sensible de la prime de risque incluse dans les taux d'emprunts long terme.

De plus, un très fort besoin de financement des administrations contribue à la hausse des taux d'intérêt réels.

Par ailleurs à partir de 1982, le taux d'inflation se réduit plus rapidement que les taux d'intérêt nominaux. Les taux d'intérêt réels continuent donc d'augmenter. Depuis 1986, dans les grands pays industrialisés, les taux d'intérêt court et long terme ont généralement diminué plus vite que l'inflation. Les taux réels ont alors amorcé un léger mouvement de repli. Ils restent cependant à un niveau élevé de l'ordre de 4 à 6%, pour ce qui est du long terme, dans les grands pays industrialisés.

II. L'EVOLUTION STRUCTURELLE DE L'ENVIRONNEMENT FINANCIER DES ENTREPRISES: LA REFORME DU FINANCEMENT DE L'ECONOMIE.

Nous avons assisté depuis quelques années à des modifications en profondeur du système de financement de l'économie, modifications que l'on peut qualifier de structurelles.

Comme le note la Banque Bruxelles-Lambert dans son bulletin financier du 17 octobre 1986, quelles que soient les expressions utilisées (déréglementation, dérégulation, libéralisme, désintermédiation, innovation financière), on se réfère toujours en définitive à des mesures visant à faire sauter les obstacles à la libre circulation domestique et surtout internationale des capitaux.

Les causes de cette évolution sont de natures diverses:

- Elles comportent tout d'abord un aspect international: désir de se doter de moyens de couverture efficaces contre les incertitudes qui marquent, depuis une quinzaine d'années, l'évolution de l'économie internationale; volonté de combler le retard pris dans le domaine des techniques financières par rapport à des pays comme les Etats-Unis ou la Grande-Bretagne.
- Il s'y ajoute un aspect purement monétaire: la mise en place sur le plan financier d'une politique concurrentielle, fondée sur une monnaie saine, nécessitait une déréglementation des marchés et une réduction de l'intervention de l'Etat.
- Les facteurs de l'évolution comportent enfin un aspect bancaire: suivant une opinion assez répandue, l'allocation de l'ensemble des ressources financières n'aurait pas été effectuée de façon optimale par le système bancaire, qui était limité par des contraintes réglementaires et par les interventions de l'Etat. Ainsi l'appareil bancaire n'aurait pas joué de façon pleinement satisfaisante son rôle de *"financeur de l'Economie"* ce qui aurait eu des répercussions sur le développement industriel.

En France, ce mouvement lancé à l'initiative de l'Etat, s'est traduit principalement par:

- la création d'un nouveau marché financier, ***grand marché unifié des capitaux***, remplaçant l'ancien marché monétaire.
- une transformation des techniques de régulation monétaire, conférant une importance accrue aux taux d'intérêt.

II-1. LA REFORME DES MARCHES FINANCIERS.

La réforme des marchés financiers avait pour objectif de moderniser la place de Paris, de promouvoir la concurrence et de préparer une régulation monétaire par les taux d'intérêt. Elle a consisté en la création d'"un grand marché unifié des capitaux, allant du très court au très long terme, au comptant et à terme, ouvert à tous les agents économiques", ainsi que le décrivent les auteurs du *Livre blanc sur la réforme du financement de l'économie*, publié par le Ministère des Finances en février 1986.

II-11. L'ouverture du marché monétaire (1985-1986).

La dichotomie entre l'épargne longue (les obligations) et l'épargne liquide (la monnaie) était trop profonde pour offrir aux prêteurs et aux emprunteurs - en particulier l'Etat - une alternative pleinement satisfaisante.

L'unification des marchés a été obtenue par la création de titres à court et moyen terme, négociables sur le marché:

- les certificats de dépôts émis par les banques, ouverts à tous les investisseurs, qui peuvent ainsi emprunter sur le marché des titres courts négociables,
- les billets de trésorerie, permettant aux entreprises d'emprunter sur ce marché,
- les bons du trésor négociables, titres courts émis par l'Etat auxquels peuvent souscrire l'ensemble des agents économiques,
- les bons de même nature, émis par les institutions financières spécialisées.

On se reportera au tableau situé dans l'annexe II, où sont précisées les caractéristiques de ces différents titres.

Ces titres viennent compléter la palette des titres à moyen et long terme (obligations classiques, obligations hypothécaires émises par la Caisse de Refinancement Hypothécaire, à durée de vie très longue).

En revanche, le marché interbancaire (marché des dépôts à vue en blanc) est désormais strictement limité aux établissements de crédit. Les ENBAMM (entreprises non bancaires admises au marché monétaire) n'y ont plus accès.

La création des billets de trésorerie constitue pour les entreprises une innovation essentielle. Pour se financer à court et moyen terme, elles ne sont plus obligées de passer par l'intermédiaire du système bancaire.

Elles peuvent directement émettre sur le marché monétaire des titres équivalents au "Commercial Paper" américain.

Les restrictions imposées ne sont sensibles que pour les petites entreprises.

- pour être habilitées à émettre les entreprises doivent avoir deux années d'existence et avoir établi deux bilans certifiés. Elles peuvent

- * soit revêtir la forme d'une société par actions, autorisée à faire publiquement appel à l'épargne,

- * soit appartenir au secteur public,

- * soit avoir un statut de société coopérative, avec au minimum 1.5 MdF de capitaux propres.

- le montant minimum des billets de trésorerie est fixé à 5 MF.

- la durée de vie du billet doit être comprise entre 10 jours et 7 ans.

- l'émetteur doit avoir obtenu d'un ou plusieurs établissements de crédit, l'engagement d'un concours qui lui sera consenti dans le cas où la situation du marché ne permettrait pas de procéder au renouvellement des billets (ligne de crédit de substitution).

II-12. Les autres innovations financières.

Parallèlement à la réforme du marché monétaire, un très large éventail de nouvelles techniques financières a été mis en place pour répondre aux besoins des intervenants sur les marchés, en matière de couverture des risques de taux ou de change ou encore de variations de cours des valeurs mobilières.

Les techniques principalement utilisées sont d'après la revue BANQUE (mars 1987):

- les contrats à terme, qui permettent de figer la position d'un opérateur à un instant donné,

- les options, qui permettent de s'assurer d'un taux ou d'un cours, pour un montant donné à une période donnée, avec liberté d'exercer ou non l'option. Le marché des options est actuellement en train de se mettre en place en France.

- les swaps, qui permettent à un opérateur de profiter de la position à son sens plus favorable d'un autre opérateur et vice-versa.

*** La couverture du risque de taux**

Le MATIF (Marché à Terme d'Instruments Financiers) a été créé en Janvier 1986 afin de permettre aux agents économiques de se protéger contre l'instabilité des taux d'intérêt. Cette couverture repose sur la technique de l'arbitrage qui consiste à acheter ou à vendre à terme des contrats sur un produit au moment où l'on réalise physiquement l'opération inverse. Les gains (ou les pertes) obtenus sur le MATIF viennent compenser la dépréciation (ou l'appréciation) de la position physique, qui est ainsi couverte moyennant l'engagement en trésorerie du dépôt de garantie et des appels de marge quotidiens.

De nombreuses autres techniques (Forward-Forward, FRA, CAP, FLOOR) permettent également de se couvrir contre les variations de taux d'intérêt.

*** La couverture du risque de change.**

Les techniques les plus utilisées sont les options de change et les options de futures-devises (achat ou vente à terme à une date fixée à un cours fixé d'un montant donné de devises- contrats standardisés), ainsi que les swaps de dettes en devises.

*** La couverture du risque de variation des cours des valeurs mobilières.**

Le démarrage sur la place de Paris d'un marché des options négociables (achat ou vente) sur valeurs mobilières date de début Septembre 1987.

II-13. Rappels sur quelques réformes concernant l'accès des entreprises aux marchés des capitaux (1983).

Nous ne reviendrons pas sur les **nouvelles catégories de titres** créées par la **loi Delors** du 3 janvier 1983.

- titres participatifs,
- certificats d'investissement (actions sans droit de vote),
- certificats d'investissement privilégiés donnant droit à un dividende prioritaire supérieur à celui de l'action.
- obligations à bons de souscription d'actions.

*** les nouveautés sur le marché obligataire** ont permis de mettre en place des moyens de financement moins rigides que les obligations à taux fixe. Des obligations à taux d'intérêt variable et à durée plus courte sont apparues (obligations à fenêtre, obligations renouvelables du trésor, ...). Les taux de référence pour les émissions d'obligations à taux variable se sont multipliés (TMO, référence du marché obligataire; TMM, référence du marché monétaire). Il en est de même pour les obligations à taux révisables périodiquement.

*** La création du Second Marché**, officiellement inauguré le 1er février 1983, a constitué une réforme fondamentale pour les petites et moyennes entreprises, puisqu'il leur permet de se procurer plus aisément des fonds propres. L'introduction des sociétés au Second Marché a été facilitée par la simplification des formalités d'admission par rapport à celles requises pour l'admission à la cote officielle.

II-2. LA REFORME DES TECHNIQUES DE REGULATION MONETAIRE.

Comme l'analyse le Livre blanc sur "la Réforme du Financement de l'économie", la régulation monétaire reposait en France depuis 1972 sur une technique de rationnement quantitatif, l'encadrement du crédit. La substitution au contrôle quantitatif d'une régulation par les taux d'intérêt supposait :

- la réalisation d'un marché unifié des capitaux,
- la réduction de la part des prêts bonifiés dans l'économie,
- la modernisation des agrégats monétaires (M1, M2, M3).

Parmi les différentes mesures que nous venons de citer, et en dehors de la création d'un marché unifié des capitaux que nous avons décrite au paragraphe précédent, le désencadrement du crédit et la réduction des prêts bonifiés nous semblent les principaux points susceptibles d'avoir eu un impact important sur le financement des entreprises.

II-21. Le désencadrement du crédit.

L'encadrement du crédit, dont l'objet était de contrôler le financement monétaire des crédits bancaires en francs aux résidents, reposait sur le contrôle, par la Banque de France, d'indices mensuels de progression, établis par chaque banque sur la base de l'encours de crédits atteint à la fin de l'année précédente. Les banques avaient la possibilité de couvrir d'éventuels dépassements. Mais le coût du refinancement était alors plus élevé que pour des crédits consentis à l'intérieur de l'enveloppe fixée par la Banque de France.

Le dispositif d'encadrement du crédit était devenu de plus en plus complexe et perdait régulièrement de son efficacité. Il était par ailleurs beaucoup trop rigide par rapport aux besoins variables des entreprises. Il servait enfin aux banques d'argument facile pour refuser les crédits qu'elles ne souhaitaient pas accorder.

En novembre 1984, des mesures sont prises visant à mettre en place un système plus souple:

- l'encadrement du crédit est supprimé,
- un nouveau système de contrôle des créances sur l'économie est instauré. Aux réserves sur les dépôts, s'ajoutent des réserves à taux progressifs sur les encours de crédit.

Un des principaux avantages du désencadrement du crédit est de favoriser la concurrence interbancaire. Les banques peuvent développer leur propre stratégie commerciale. Les parts de marché qu'elles détiennent ne sont plus figées.

II-22. La réduction de la part des prêts bonifiés dans l'économie.

La part des prêts bonifiés par l'Etat ou financés sur ressources privilégiées constituait en 1983, près de la moitié des crédits à l'économie, d'après le Conseil National du Crédit (27). Il en résultait un renchérissement du coût d'intermédiation, car des procédures administratives souvent lourdes et coûteuses étaient employées et l'effet régulateur des taux d'intérêt ne pouvait s'exercer normalement.

Les prêts à taux privilégié destinés à l'industrie, au commerce et à l'artisanat représentaient en 1984 une faible part des encours totaux des crédits bonifiés (à peine 15% sur des encours de plus de 1500 MdF). Mais les procédures étaient nombreuses et complexes (prêts spéciaux à l'investissement, prêts spéciaux de refinancement, prêts aidés aux entreprises, prêts participatifs, prêts participatifs simplifiés, prêts dits aux conditions du marché, prêts bancaires sur ressources CODEVI, prêts FIM).

Les priorités n'étaient pas clairement définies: il n'y avait guère d'activité qui ne fût considérée comme prioritaire, ni d'investissement qui ne fût susceptible d'être financé par ressources bonifiées. Le système avait donc un faible effet incitatif.

La conjonction d'un certain nombre de conditions a rendu possible une réforme du financement de l'investissement, notamment:

- le redressement de la situation des entreprises à partir de 1983,
- la baisse des taux d'intérêt, qui a permis aux taux bancaires de se

rapprocher progressivement des taux bonifiés. Les grandes entreprises ont par ailleurs eu accès au marché monétaire où elles ont pu trouver des financements à des conditions avantageuses.

Ces réformes se sont traduites par:

- une réduction des enveloppes et un recentrage sur les PME. L'enveloppe des prêts bonifiés à l'Industrie passe ainsi de 37 MdF en 1984 à 12 MdF en 1986.
- une simplification des procédures de prêts. Depuis le 1er janvier 1986, il ne reste plus qu'une catégorie de prêts bonifiés: les prêts bonifiés aux petites et moyennes entreprises (PBPME). Les entreprises dont le chiffre d'affaires excède 1 MdF ou leurs filiales n'y ont pas accès.
- une banalisation de la distribution par la mise en adjudication d'une partie de l'enveloppe. Il a été mis un terme au monopole de quatre institutions financières (le Crédit National, le Crédit d'Équipement des Petites et Moyennes entreprises, le Crédit Coopératif et le réseau des Sociétés de Développement Régional). Le renforcement de la concurrence devait permettre de réduire le coût de l'intermédiation financière et donc celui du crédit.

II-23. La régulation par les taux d'intérêt.

La régulation de la masse monétaire par les taux d'intérêt constitue une étape supplémentaire par rapport aux dispositions prises fin 1984 et qui reposaient toujours sur un contrôle quantitatif. De nombreuses mesures ont été prises durant le second semestre 1986, pour aboutir au 1er janvier 1987 à la création d'un véritable "marché ouvert" (open market).

A ce moment, en effet, la réforme des marchés financiers avait permis de supprimer les cloisons étanches entre marché monétaire et marché boursier, qui faisaient obstacle à la libre diffusion des effets sur les liquidités de l'économie d'une variation du coût de l'argent. De plus, la part des prêts bonifiés avait été réduite, avec pour conséquence d'augmenter l'impact des interventions de la Banque de France sur les marchés.

Le passage à un **"marché ouvert"** s'est effectué par l'intermédiaire d'un certain nombre de mesures que la Banque de France a présentées dans son Bulletin Trimestriel de Janvier 1987. Nous avons retenu ici, les points principaux:

- la suppression du fixing matinal de l'argent au jour le jour, qui s'appliquait à tous les ordres passés au mieux. Chaque jour, un taux moyen des opérations contre papier est calculé, à l'aide des informations transmises à la Banque de France par un certain nombre d'établissements de crédits et de courtiers: c'est le PIBOR (Paris InterBank Offered Rate).

- l'amélioration des modalités d'intervention de la Banque de France, qui s'appuie sur une réforme de la procédure d'appels d'offres par laquelle la Banque de France, pour fournir des liquidités, achète des titres ou prend des pensions à terme. Les interventions de la Banque de France ont toujours pour support des titres de créance. Le taux au jour le jour du marché interbancaire, guidé par l'ensemble formé par le taux des pensions à 7 jours et le taux des appels d'offres, fluctue librement à l'intérieur et autour de cette fourchette. La Banque de France peut également intervenir par des opérations ponctuelles, au taux du marché (achats et ventes sur le marché, pensions à 24 heures ou reprise de liquidités), pour favoriser une orientation des taux conforme à ses souhaits.

ANNEXE II

TABLEAUX COMPLEMENTAIRES

Formation brute de capital fixe des S.Q.S. ET E.I. par branche
Prix de 1980

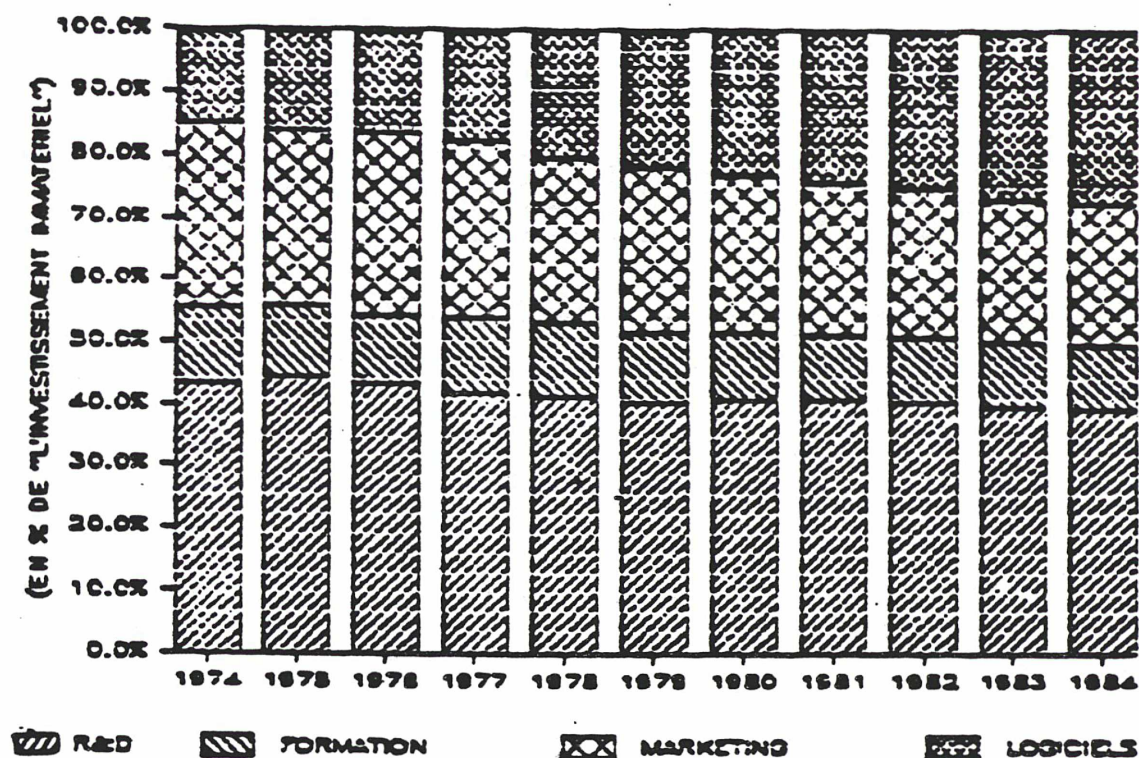
Millions de francs

ATURE		INTITULES	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
16	40									
U01	T01	AGRICULTURE, SYLVICULTURE ET PECHE.....	23 985	23 450	23 408	24 094	22 814	20 978	20 286	18 795
U02	T02	INDUSTRIES AGRICOLES ET ALIMENTAIRES.....	13 789	12 986	13 471	13 457	13 256	14 595	14 427	14 634
	T03	Viandes et produits laitiers.....	4 032	4 364	4 221	4 513	4 557	5 147	4 922	5 236
		Autres produits alimentaires.....	9 757	8 622	9 250	8 944	8 699	9 448	9 505	9 398
	T04	ENERGIE.....	37 057	43 120	42 228	42 299	39 687	35 625	34 671	31 028
	T05	Combustibles minéraux solides et coques.....	849	1 176	999	1 190	1 257	1 362	1 342	804
	T06	Pétrole brut et raffiné, gaz naturel.....	33 649	39 034	38 767	38 165	35 829	31 798	30 888	27 980
		Electricité, gaz et eau.....	2 559	2 910	2 462	2 944	2 601	2 445	2 441	2 444
	T07	BIENS INTERMEDIAIRES.....	32 806	34 279	29 278	25 137	26 237	27 776	31 293	30 607
	T08	Minerais et métaux ferreux.....	2 329	2 573	2 287	2 188	2 464	3 344	3 066	2 122
	T09	Minerais et métaux non ferreux.....	6 793	6 211	5 781	4 082	4 143	4 763	5 613	4 976
	T10	Matériaux de construction.....	4 976	5 541	5 227	4 120	3 793	3 712	3 852	3 732
	T11	Verre.....	802	1 128	986	1 151	1 148	1 223	1 091	1 016
	T12	Chimie de base, fibres synthétiques.....	5 851	6 208	4 280	3 615	4 095	3 677	4 566	5 079
	T13	Fonderie et travail des métaux.....	6 742	6 915	6 326	6 067	6 073	6 051	6 921	7 927
	T21	Papier, carton.....	2 126	2 530	1 746	1 473	2 082	2 380	2 844	2 911
	T23	Caoutchouc et matières plastiques.....	3 189	3 173	2 653	2 431	2 439	2 656	3 140	2 844
	T14	BIENS D'EQUIPEMENT PROFESSIONNELS.....	14 355	16 535	16 785	16 417	15 248	15 081	18 131	19 753
	T15A	Mécanique.....	4 959	6 701	5 674	4 994	5 183	5 004	6 110	6 512
		Matériels électriques et électroniques professionnels.....	7 090	6 855	7 324	7 518	7 111	7 584	9 301	10 356
	T17	Construction navale et aéronautique, armement.....	2 306	2 979	3 787	3 905	2 954	2 483	2 720	2 885
	T15B	BIENS D'EQUIPEMENT MENAGER.....	1 057	1 076	913	906	1 371	1 230	1 392	1 372
	T16	MATERIELS DE TRANSPORT TERRESTRE.....	8 046	9 818	8 713	8 221	7 234	7 531	7 070	7 479
	T12	BIENS DE CONSOMMATION COURANTE.....	13 549	13 774	12 042	12 849	13 002	13 708	14 434	15 639
	T18	Parachimie et pharmacie.....	3 083	2 820	3 089	3 054	3 299	3 525	3 867	4 212
	T19	Textiles et habillement.....	3 184	3 598	2 633	3 455	3 684	3 832	3 964	3 949
	T20	Cuir et chaussures.....	671	639	479	537	578	545	597	625
	T22	Bois, meubles et industries diverses.....	3 689	3 971	3 296	3 181	3 113	3 315	3 508	3 929
		Presse et édition.....	2 922	2 746	2 565	2 622	2 328	2 491	2 500	2 924
U07	T24	BATIMENT, GENIE CIVIL ET AGRICOLE.....	20 985	21 186	19 212	18 842	17 289	16 227	15 339	15 917
	T25-8	COMMERCE.....	30 333	30 234	31 534	31 864	30 039	29 364	29 488	32 820
	T31	TRANSPORTS ET TELECOMMUNICATIONS.....	58 854	59 652	56 892	55 027	50 344	48 831	46 749	51 727
	T32	Transports.....	32 821	36 364	36 293	35 382	31 778	29 822	29 638	31 665
		Télécommunications et postes.....	26 033	23 288	20 599	19 645	18 566	19 009	19 111	20 062
	T29	SERVICES MARCHANDS (N.C.A.).....	40 193	43 226	46 057	46 098	48 146	48 996	49 707	55 838
	T30	Réparations et commerce de l'automobile.....	3 901	3 788	3 713	3 619	3 913	3 336	3 199	3 347
	T33	Hôtels, cafés et restaurants.....	7 718	8 427	8 978	8 042	8 896	9 994	11 538	12 746
	T34	Services marchands aux entreprises.....	16 435	18 435	21 464	21 144	19 769	19 352	17 550	20 795
		Services marchands aux particuliers.....	12 139	12 586	11 802	15 293	16 468	16 312	17 420	18 951
U11	T35	LOCATION.....	23 962	24 857	24 142	26 292	24 680	23 787	24 409	26 258
	00000	TOTAL.....	318 973	334 283	324 873	324 583	310 327	303 729	308 376	321 867

1 : Comptes nationaux.

ANNEXE VI

Investissement immatériel : structure
(de 1974 à 1984)



ANNEXE VII

Évolution comparée des dépenses de recherche
et de la F.B.C.F. dans les entreprises (*)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	
R.D. (MF) (1).....	8 322	9 336	10 570	11 524	13 531	15 616	17 992	19 999	22 500	26 260	30 788	36 805	43 351	48 098	54 981
F.B.C.F. (MF) (2)...	104 235	117 767	130 820	146 697	168 261	179 424	211 230	229 683	254 877	288 038	343 298	373 890	415 680	430 154	446
(1)/(2) en %	8,0	7,9	8,1	7,9	8,0	8,7	8,5	8,7	8,8	9,1	9,0	9,8	10,4	11,2	12,3

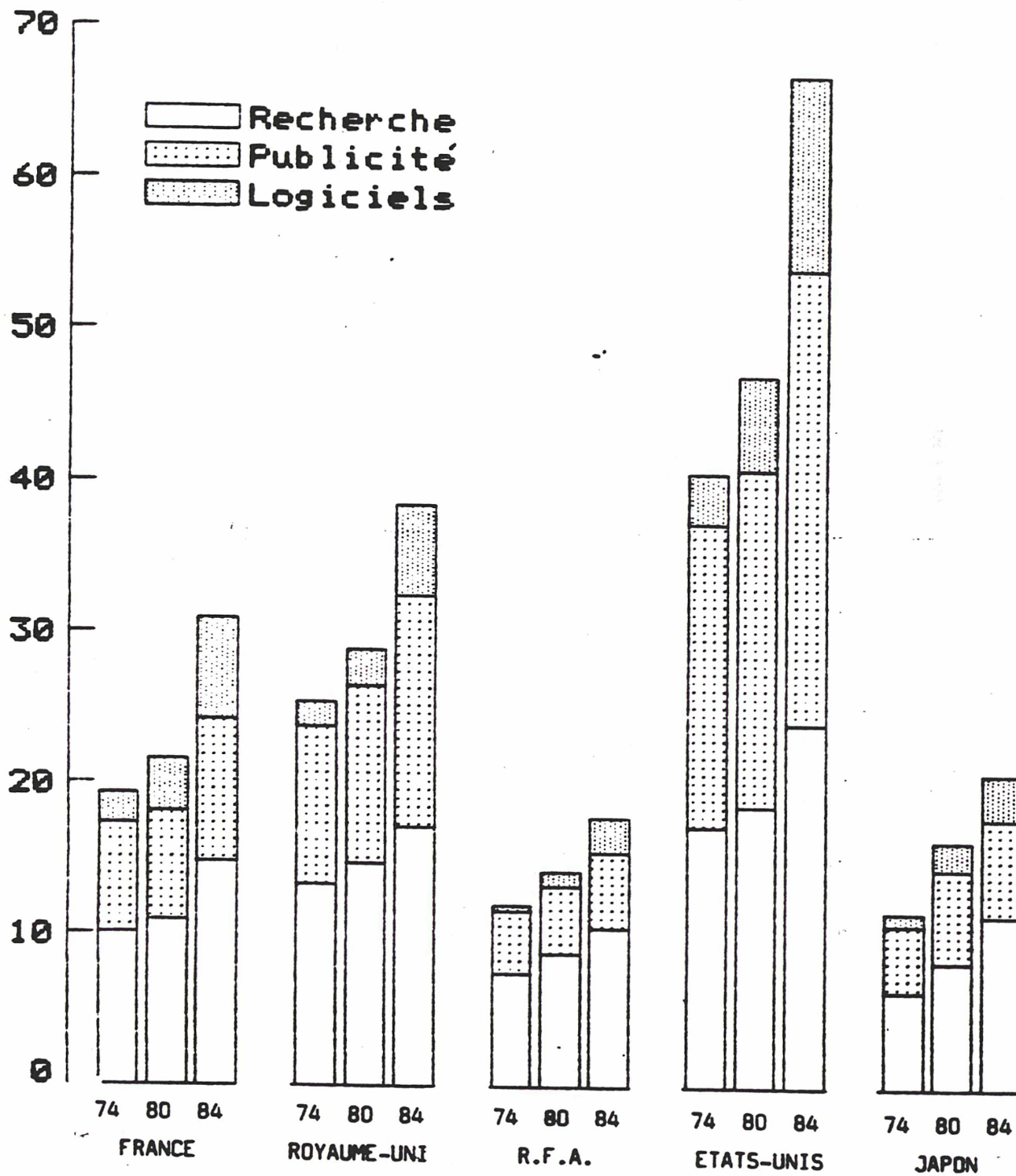
(*) Travaux de R.D., menés par les entreprises dans leurs propres laboratoires, toutes sources de financement confondues.

Source : Ministère de la recherche. Comptes de la nation.

ANNEXE V

Investissement immatériel
(en pourcentage de la F.B.C.F.)

en %



Source : Calculs du Crédit national à partir de l'O.C.D.E., de sources nationales, d'I.D.C.

Encours total de titres de placement (en milliers de francs)

SECTEURS	Eff.	Quantité	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1
		entrepr.								
T2 Industrie de la viande et du lait	< 500	213	17,012	18,887	19,803	22,239	39,154	32,033	75,436	114,
	> 500	34	35,166	35,134	25,112	11,184	9,616	378,299	571,693	481,
T3 Autres industries agricoles et alimentaires	< 500	461	37,470	34,349	40,245	125,304	110,815	193,210	483,414	739,
	> 500	50	51,649	59,840	22,734	32,261	18,298	120,483	381,193	463,
INDUSTRIES AGRICOLES ET ALIMENTAIRES	< 500	674	54,482	53,236	60,048	147,544	149,969	225,243	558,850	854,
	> 500	84	86,815	94,974	47,846	43,445	27,914	498,782	952,886	944,
	TOTAL	758	141,297	148,210	107,894	190,989	177,883	724,025	1,511,736	1,798,
T7 Production de minerais et métaux ferreux	< 500	32	2,011	364	382	427	371	1,107	18,906	10,
première transformation de l'acier	> 500	14	9,212	10,212	14,362	12,755	7,925	10,360	39,903	43,
T8 Production de minerais, métaux et demi-produits non-ferreux	< 500	23	914	930	767	1,188	697	1,652	3,097	6,
	> 500	9	46,534	44,411	41,634	33,638	28,115	25,284	38,047	36,
T9 Production de matériaux de construction et minéraux divers	< 500	239	2,416	2,182	10,275	4,096	6,121	41,321	97,383	140,
	> 500	23	7,043	3,137	4,630	1,831	7,344	84,053	230,601	21,
T10 Industrie du verre	< 500	16	675	74	74	572	6,460	1,050	6,295	13,
	> 500	11	13,751	14,319	14,544	25,573	21,987	146,094	42,636	305,
T11 Chimie de base, production de fils et fibres artificiels et synthétiques	< 500	91	20,616	36,126	43,162	42,133	39,885	91,821	219,073	200,
	> 500	21	6,297	15,581	17,032	25,992	1,200	210,320	298,598	492,
T13 Fonderie et travail des métaux	< 500	149	16,768	6,601	6,222	3,224	8,870	23,025	196,141	212,
	> 500	47	44,864	80,895	45,274	70,586	82,115	339,630	515,029	902,
T21 Industrie du papier et du carton	< 500	141	5,733	2,580	4,814	9,790	14,180	23,695	33,394	55,
	> 500	14	3,501	3,207	4,369	5,038	3,718	12,257	62,544	167,
T23 Industrie du caoutchouc et de la transformation des matières plastiques	< 500	127	615	1,071	1,278	1,320	7,376	20,467	39,971	35,
	> 500	9	1,369	61	83	83	80	80	5,940	19,
BIENS INTERMEDIAIRES	< 500	818	49,748	49,928	66,974	62,750	83,960	204,138	614,260	674,
	> 500	148	132,571	171,823	141,928	175,496	152,484	828,078	1,233,297	1,987,
	TOTAL	966	182,320	221,751	208,902	238,246	236,444	1,032,216	1,847,557	2,662,
T14 Construction mécanique	< 500	474	8,067	7,172	7,342	12,684	29,080	60,004	601,952	444,
	> 500	51	54,829	19,201	133,467	321,256	184,228	768,810	1,478,208	3,611,
T15 Construction électrique et électronique	< 500	151	3,123	3,083	2,464	3,656	4,723	27,085	46,263	48,
	> 500	62	19,466	84,453	310,793	279,879	601,529	1,226,847	2,840,595	5,413,
T17 Construction navale, aéronautique et armement	< 500	17	155	14	14	14	14	10,585	29,513	20,
	> 500	22	507,396	370,674	529,473	914,135	705,100	647,161	2,059,142	2,598,
BIENS EQUIPEMENT	< 500	642	11,345	10,269	9,821	16,354	33,817	97,674	677,728	513,
	> 500	135	581,691	474,328	973,733	1,515,270	1,490,857	2,642,817	6,377,945	11,623,
	TOTAL	777	593,036	484,597	983,553	1,531,624	1,524,674	2,740,491	7,055,673	12,136,

Encours total de titres de placement (en milliers de francs)

SECTEURS	Eff.	Quantit	1976	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
		entrepr.								
Construction de véhicules automobiles	< 500	72	344	3,556	561	3,441	4,952	8,208	21,145	21,370
autres matériels de transport	> 500	31	82,549	88,167	110,509	136,910	53,107	53,195	340,191	268,970
	< 500	72	344	3,556	561	3,441	4,952	8,208	21,145	21,370
ÉQUIPEMENTS DE TRANSPORT TERRESTRE	> 500	31	82,549	88,167	110,509	136,910	53,107	53,195	340,191	268,970
	TOTAL	103	82,893	91,723	111,070	140,351	58,059	61,403	361,336	290,340
Parachimie et industrie pharmaceutique	< 500	149	16,768	6,601	6,222	3,224	8,870	23,025	196,141	212,620
	> 500	47	44,864	80,895	45,274	70,586	82,115	339,630	515,029	902,430
Industries textile et de l'habillement	< 500	604	33,190	32,145	25,821	21,219	30,901	54,934	175,843	190,820
	> 500	57	11,396	4,503	4,183	4,734	9,936	69,857	111,673	142,890
Industrie du cuir et de la chaussure	< 500	162	2,150	2,461	2,266	2,279	6,261	18,445	186,710	133,660
	> 500	10	21	21	25	25	30	25	107	6,450
Industrie du bois et de l'ameublement,	< 500	394	4,015	2,786	2,435	7,553	23,924	65,266	203,115	235,080
industries diverses	> 500	11	1,654	1,678	668	2,654	2,648	21,429	71,105	43,190
Imprimerie, presse, édition	< 500	127	615	1,071	1,278	1,320	7,376	20,467	39,971	35,010
	> 500	19	2,891	129	175	175	169	169	12,539	40,270
	< 500	1436	56,738	45,063	38,022	35,595	77,332	182,138	801,779	807,210
BIENS DE CONSOMMATION COURANTE	> 500	144	60,826	87,226	50,325	78,174	94,898	431,110	710,453	1,135,250
	TOTAL	1580	117,563	132,289	88,348	113,769	172,230	613,247	1,512,232	1,942,460
Industrie de mise en oeuvre du	< 500	883	17,757	20,786	30,596	41,254	51,876	114,145	355,584	434,480
Bâtiment et du génie civil et agricole	> 500	26	26,880	28,282	233,313	264,810	331,042	947,465	1,309,543	2,048,680
	< 500	883	17,757	20,786	30,596	41,254	51,876	114,145	355,584	434,480
ÉQUIPEMENTS GENIE CIVIL ET AGRICOLE	> 500	26	26,880	28,282	233,313	264,810	331,042	947,465	1,309,543	2,048,680
	TOTAL	909	44,637	49,068	263,909	306,064	382,918	1,061,610	1,665,127	2,483,160
	< 500	2,968	118,175	108,816	115,377	118,139	200,061	492,157	2,114,912	2,016,700
INDUSTRIE MANUFACTURIERE	> 500	458	857,637	821,544	1,276,495	1,905,850	1,791,346	3,955,200	8,661,886	15,015,580
	TOTAL	3,426	975,813	930,360	1,391,873	2,023,989	1,991,407	4,447,357	10,776,798	17,032,280
	< 500	4,525	190,415	182,837	206,021	306,937	401,906	831,545	3,029,346	3,305,300
INDUSTRIE CONCURRENTIELLE	> 500	568	971,332	944,800	1,557,654	2,214,105	2,150,302	5,401,447	10,924,316	18,008,610
	TOTAL	5,093	1,161,747	1,127,638	1,763,675	2,521,042	2,552,208	6,232,992	13,953,661	21,313,910
	< 500	9,375	697,688	560,250	689,344	936,750	1,160,906	2,454,750	9,922,875	13,061,000
ECHANTILLON	> 500	733	1,886,148	2,065,249	3,158,548	3,448,846	4,196,901	8,706,559	17,907,886	28,363,910
	TOTAL	10,108	2,583,836	2,625,499	3,847,892	4,385,596	5,357,808	11,161,309	27,830,761	41,425,000

Source Banque de France, Centrale des Bilans, 6. CETTE, Avril 1987)

Encours moyen de titres de placement (en milliers de francs)

SECTEURS	Effectifs	Nombre d'entreprises	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
T2 Industrie de la viande et du lait	< 500	213	80	89	93	104	184	150	354	539
	> 500	34	1,034	1,033	739	329	283	11,126	16,815	14,151
Autres industries agricoles et alimentaires	< 500	461	81	75	87	272	240	419	1,049	1,604
	> 500	50	1,033	1,197	455	645	366	2,410	7,624	9,265
INDUSTRIES AGRICOLES ET ALIMENTAIRES	< 500	674	81	79	89	219	223	334	829	1,267
	> 500	84	1,034	1,131	570	517	332	5,938	11,344	11,243
	TOTAL	758	186	196	142	252	235	955	1,994	2,373
T7 Production de minerais et métaux ferreux première transformation de l'acier	< 500	32	63	11	12	13	12	35	591	343
	> 500	14	658	729	1,026	911	566	740	2,850	3,103
T8 Production de minerais, métaux et demi-produits non-ferreux	< 500	23	40	40	33	52	30	72	135	279
	> 500	9	5,170	4,935	4,626	3,738	3,124	2,809	4,227	4,021
T9 Production de matériaux de construction et minéraux divers	< 500	239	10	9	43	17	26	173	407	588
	> 500	23	306	136	201	80	319	3,654	10,026	941
T10 Industrie du verre	< 500	16	42	5	5	36	404	66	393	851
	> 500	11	1,250	1,302	1,322	2,325	1,999	13,281	3,876	27,752
T11 Chimie de base, production de fils et fibres artificiels et synthétiques	< 500	91	227	397	474	463	438	1,009	2,407	2,199
	> 500	21	300	742	811	1,238	57	10,015	14,219	23,458
T13 Fonderie et travail des métaux	< 500	149	113	44	42	22	60	155	1,316	1,427
	> 500	47	955	1,721	963	1,502	1,747	7,226	10,958	19,201
T21 Industrie du papier et du carton	< 500	141	41	18	34	69	101	168	237	394
	> 500	14	250	229	312	360	266	876	4,467	11,935
T23 Industrie du caoutchouc et de la transformation des matières plastiques	< 500	127	5	8	10	10	58	161	315	276
	> 500	9	152	7	9	9	9	9	660	2,120
BIENS INTERMEDIAIRES	< 500	818	61	61	82	77	103	250	751	825
	> 500	148	896	1,161	959	1,186	1,030	5,595	8,333	13,431
	TOTAL	966	189	230	216	247	245	1,069	1,913	2,756
T14 Construction mécanique	< 500	474	17	15	15	27	61	127	1,270	937
	> 500	51	1,075	376	2,617	6,299	3,612	15,075	28,984	70,811
T15 Construction électrique et électronique	< 500	151	21	20	16	24	31	179	306	319
	> 500	62	314	1,362	5,013	4,514	9,702	19,788	45,816	87,319
T17 Construction navale, aéronautique et armement	< 500	17	9	1	1	1	1	623	1,736	1,231
	> 500	22	23,063	16,849	24,067	41,552	32,050	29,416	93,597	118,111
BIENS EQUIPEMENT	< 500	642	18	16	15	25	53	152	1,056	799
	> 500	135	4,309	3,514	7,213	11,224	11,043	19,576	47,244	86,101
	TOTAL	777	763	624	1,266	1,971	1,962	3,527	9,081	15,620

Encours moyen de titres de placement (en milliers de francs)

SECTEURS	Effectifs	Nombre d'entreprises	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Construction de véhicules automobiles	< 500	72	5	49	8	48	69	114	294	297
autres matériels de transport	> 500	31	2,663	2,844	3,565	4,416	1,713	1,716	10,974	8,677
	< 500	72	5	49	8	48	69	114	294	297
MATÉRIELS DE TRANSPORT TERRESTRE	> 500	31	2,663	2,844	3,565	4,416	1,713	1,716	10,974	8,677
	TOTAL	103	805	891	1,078	1,363	564	596	3,508	2,819
2 Parachimie et industrie pharmaceutique	< 500	149	113	44	42	22	60	155	1,316	1,427
	> 500	47	955	1,721	963	1,502	1,747	7,226	10,958	19,201
3 Industries textile et de l'habillement	< 500	604	55	53	43	35	51	91	291	316
	> 500	57	200	79	73	83	174	1,226	1,959	2,507
9 Industrie du cuir et de la chaussure	< 500	162	13	15	14	14	39	114	1,153	825
	> 500	10	2	2	3	3	3	3	11	646
0 Industrie du bois et de l'ameublement, industries diverses	< 500	394	10	7	6	19	61	166	516	597
	> 500	11	150	153	61	241	241	1,948	6,464	3,927
2 Imprimerie, presse, édition	< 500	127	5	8	10	10	58	161	315	276
	> 500	19	152	7	9	9	9	9	660	2,120
	< 500	1436	40	31	26	25	54	127	558	562
BIENS DE CONSOMMATION COURANTE	> 500	144	422	606	349	543	659	2,994	4,934	7,884
	TOTAL	1580	74	84	56	72	109	388	957	1,229
4 Industrie de mise en oeuvre du Bâtiment et du génie civil et agricole	< 500	883	20	24	35	47	59	129	403	492
	> 500	26	1,034	1,088	8,974	10,185	12,732	36,441	50,367	78,796
	< 500	883	20	24	35	47	59	129	403	492
BÂTIMENT GENIE CIVIL ET AGRICOLE	> 500	26	1,034	1,088	8,974	10,185	12,732	36,441	50,367	78,796
	TOTAL	909	49	54	290	337	421	1,168	1,832	2,732
	< 500	2,968	40	37	39	40	67	166	713	679
TOTAL INDUSTRIE MANUFACTURIERE	> 500	458	1,873	1,794	2,787	4,161	3,911	8,636	18,912	32,785
	TOTAL	3,426	285	272	406	591	581	1,298	3,146	4,971
	< 500	4,525	42	40	46	68	89	184	669	730
TOTAL INDUSTRIE CONCURRENTIELLE	> 500	568	1,710	1,663	2,742	3,898	3,786	9,510	19,233	31,705
	TOTAL	5,093	228	221	346	495	501	1,224	2,740	4,185
	< 500	9,375	74	60	74	100	124	262	1,058	1,393
TOTAL ECHANTILLON	> 500	733	2,573	2,818	4,309	4,705	5,726	11,878	24,431	38,696
	TOTAL	10,108	256	260	381	434	530	1,104	2,753	4,098

Source Banque de France, Centrale des Bilans, 6. CETTE, Avril 1987)

FORMATION BRUTE DE CAPITAL FIXE DES S.Q.S. ET E.I. PAR BRANCHE
PRIX DE 1980

		1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
U01	AGRICULTURE, SYLVICULTURE ET PECHE	23,985	23,450	23,406	24,094	22,814	20,978	20,266	18,791
U02	INDUSTRIES AGRICOLES ET ALIMENTAIRES	13,789	12,986	13,471	13,457	13,256	14,595	14,427	14,634
U03	ENERGIE	37,057	43,120	42,228	42,299	39,687	35,625	34,671	31,021
U04	BIENS INTERMEDIAIRES	32,808	34,279	29,278	25,137	26,237	27,776	31,293	30,607
U05A	BIENS EQUIPEMENT PROFESSIONNELS	14,355	16,535	16,785	16,417	15,248	15,081	18,131	19,753
U05B	BIENS EQUIPEMENT MENAGER	1,057	1,076	913	906	1,371	1,230	1,392	1,372
U05C	MATERIELS DE TRANSPORT TERRESTRE	8,046	9,818	8,713	8,221	7,234	7,531	7,070	7,479
U06	BIENS DE CONSOMMATION COURANTE	13,549	13,774	12,042	12,849	13,002	13,708	14,434	15,639
U07	BATIMENT GENIE CIVIL ET AGRICOLE	20,985	21,196	19,212	18,842	17,269	16,227	15,339	15,917
U08	COMMERCE	30,333	30,234	31,534	31,864	30,039	29,364	29,488	32,620
U09	TRANSPORTS ET TELECOMMUNICATIONS	58,854	59,652	56,892	55,027	50,344	48,831	48,749	51,727
U10	SERVICES MARCHANDS	40,193	43,226	46,057	49,098	49,146	48,996	49,707	55,838
U11	LOCATION	23,962	24,857	24,142	26,292	24,680	23,787	24,409	26,258
TOTAL		318,973	334,203	324,673	324,503	310,327	303,729	309,376	321,867

		1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
U02	INDUSTRIES AGRICOLES ET ALIMENTAIRES	13,789	12,986	13,471	13,457	13,256	14,595	14,427	14,634
U04	BIENS INTERMEDIAIRES	32,808	34,279	29,278	25,137	26,237	27,776	31,293	30,607
U05A	BIENS EQUIPEMENT PROFESSIONNELS	14,355	16,535	16,785	16,417	15,248	15,081	18,131	19,753
U05B	BIENS EQUIPEMENT MENAGER	1,057	1,076	913	906	1,371	1,230	1,392	1,372
U05C	MATERIELS DE TRANSPORT TERRESTRE	8,046	9,818	8,713	8,221	7,234	7,531	7,070	7,479
U06	BIENS DE CONSOMMATION COURANTE	13,549	13,774	12,042	12,849	13,002	13,708	14,434	15,639
U07	BATIMENT GENIE CIVIL ET AGRICOLE	20,985	21,196	19,212	18,842	17,269	16,227	15,339	15,917
TOTAL		104,589	109,664	100,414	95,829	93,617	96,148	102,086	105,401

Evolution par rapport à l'année précédente	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
U02	INDUSTRIES AGRICOLES ET ALIMENTAIRES	-5.82%	3.73%	-0.10%	-1.49%	10.10%	-1.15%	1.43%
U04	BIENS INTERMEDIAIRES	4.48%	-14.59%	-14.14%	4.38%	5.87%	12.66%	-2.19%
U05A	BIENS EQUIPEMENT PROFESSIONNELS	15.19%	1.51%	-2.19%	-7.12%	-1.10%	20.22%	8.95%
U05B	BIENS EQUIPEMENT MENAGER	1.80%	-15.15%	-0.77%	51.32%	-10.28%	13.17%	-1.44%
U05C	MATERIELS DE TRANSPORT TERRESTRE	22.02%	-11.25%	-5.65%	-12.01%	4.11%	-6.12%	5.79%
U06	BIENS DE CONSOMMATION COURANTE	1.66%	-12.57%	6.70%	1.19%	5.43%	5.30%	8.35%
U07	BATIMENT GENIE CIVIL ET AGRICOLE	1.01%	-9.36%	-1.93%	-8.35%	-6.03%	-5.47%	3.77%
TOTAL			4.85%	-8.43%	-4.57%	-2.31%	2.70%	6.18%

Evolution en volume par rapport à l'année 1979	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
U02	INDUSTRIES AGRICOLES ET ALIMENTAIRES	100	94	98	98	96	106	105
U04	BIENS INTERMEDIAIRES	100	104	89	77	80	85	95
U05A	BIENS EQUIPEMENT PROFESSIONNELS	100	115	117	114	106	105	126
U05B	BIENS EQUIPEMENT MENAGER	100	102	86	86	130	116	132
U05C	MATERIELS DE TRANSPORT TERRESTRE	100	122	108	102	90	94	88
U06	BIENS DE CONSOMMATION COURANTE	100	102	89	95	96	101	107
U07	BATIMENT GENIE CIVIL ET AGRICOLE	100	101	92	90	82	77	73
TOTAL		100	105	96	92	90	92	98

**TITRES A COURT TERME NEGOCIABLES SUR DES MARCHES OUVERTS
A L'ENSEMBLE DES AGENTS ECONOMIQUES (AO 1/06/1986)**

date de création	CERTIFICATS DE DEPOTS CD mars 1985	BILLETS DE TREASORERIE BT décembre 1985	BONS DU TREASOR (NEGOCIABLES) BTM décembre 1985	BONS EMISSIONS PAR INSTIT. FINANCI. SPECIALISEES (NEGOCIABLES) BIFS décembre 1985	BONS EMISSIONS PAR ETES FINANCIERES BEF mai 1986
Emetteurs	Etablissements de crédit qui : - peuvent recevoir des fonds du public à moins de 2 ans, c'est-à-dire banques AFB, banques mutualistes, caisses d'épargne et crédits municipaux, CDC. - doivent constituer des réserves sur les exigibilités	Entreprises, hors établissements de crédit, ayant plus de 2 ans d'existence : - sociétés par actions dont le capital libéré permet de faire appel public à l'épargne, - entreprises du secteur public, états coopératives agric. et leurs unions, dont les capitaux propres sont supérieurs à 1,5 MF, - GIE et SNC composés uniquement d'émetteurs potentiels.	Treor	- Inst. financ. spécialisées bancaires (CEPHE Comptoir des entrepreneurs) - Inst. financ. spécialisées non bancaires (Crédit National, CFF, SDR...)	- Stés financières soumise aux réserves obligatoires : capital minimum : 15 millions - Stés de caution mutuelle exclues
Durée Minimum/maximum	6 mois (réduit à 3 mois le 1/6/86 et à 10; le 1/3/87) à 2 ans (porté à 7 ans en février 1986)	10 jours à 180 jours (porté à 2 ans le 1/6/86)	maximum 7 ans	2 à 7 ans	2 à 7 ans
Montant unitaire minimum	10 MF ramené à 5 MF en décembre 1985 Pas de prime de remboursement	5 MF Pas de prime de remboursement	(5 MF)	5 MF Pas de prime de remboursement	5 MF
Taux d'intérêt	Taux fixe	Taux fixe	(Taux fixe)		
Agrégats annétaires (si détenus par ANF - OPCVM)	M3-M2	L-M3	L-M3	- M3-M2 pour les IFB bancaires - L-M3 pour les IFB non bancaires	M3-M2
Réserves obligatoires	OUI - cf. dépôts à terme et assimilés (émissions brutes) inférieures à 3 ans	OUI si détenus par ECB (crédence à l'économie)	NON	OUI pour bons IFB détenus par ECB OUI pour émissions de bons de durée inférieure à 3 ans des IFB bancaires	OUI pour émissions brutes de bons de durée inférieure à 3 ans
Marché secondaire	- Réglementé par le CRB, la Banque de France prend les mesures assurant son bon fonctionnement - Intervention de l'émetteur exclue	- Réglementé par le CRB, la Banque de France prend les mesures assurant son bon fonctionnement - Placement et négociation par : . établ. de crédit . établ. "art. 89" . agents des marchés interbancaires . agents de change - Intervention de l'émetteur possible	- Création prochaine d'un marché à terme (MATIF) sur ce produit	- Réglementé par le CRB, la Banque de France prend les mesures assurant son bon fonctionnement - Placement et négociation par : . établ. de crédit . établ. "art. 89" . agents des marchés interbancaires . agents de change	
Autres caractéristiques	- Dépôts obligatoires par les résidents des certificats qu'ils détiennent : . auprès d'un établ. de crédit . auprès d'un établ. "art 89"	- Nécessité d'une ligne de crédit de substitution pour au moins 95 % de l'encours, délivrée par une banque - Publication par l'émetteur d'une situation trimestrielle de trésorerie - Domiciliation auprès d'un établ. de crédit habilité à recevoir des dépôts à vue	- émis par adjudication à la Banque de France - gérés en C/C à la BDF	- gérés en C/C à la BDF	
Textes de base	- Règls 85/06, 85/19, 86/10, 86/11 du CRB - lettre du Gouverneur du 1/03/85	- Loi n° 85-1321 du 14/12/85 - Décrets n°85-1388 du 16/12/85 à 86-210 du 11/02/86 - Règls CRB 85/18, 86/07 et 86/11	Pas de texte	- loi n° 85-1321 du 14/12/85 - Règls CRB 85/20 et 86/07	- Règl CRB 86/12
Fiscalité	- Revenus : - Plus-values :	pas de retenue à la source libératoire optionnel pour les personnes physiques à 32 % (+ 1 %) assimilées à des revenus			

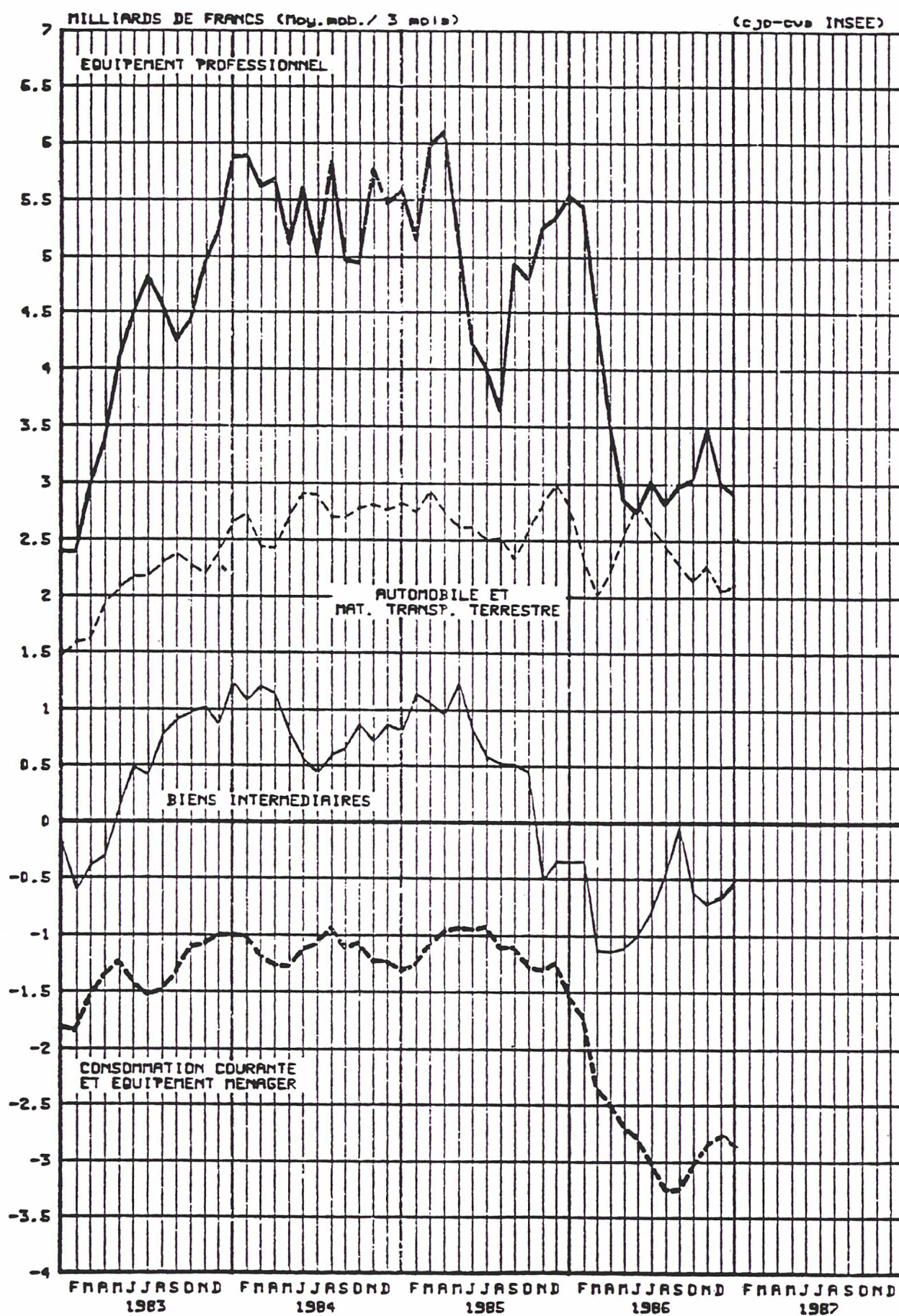
CRB : Comité de la réglementation bancaire
MF : millions de francs

LE MARCHE DES TITRES NEGOCIABLES

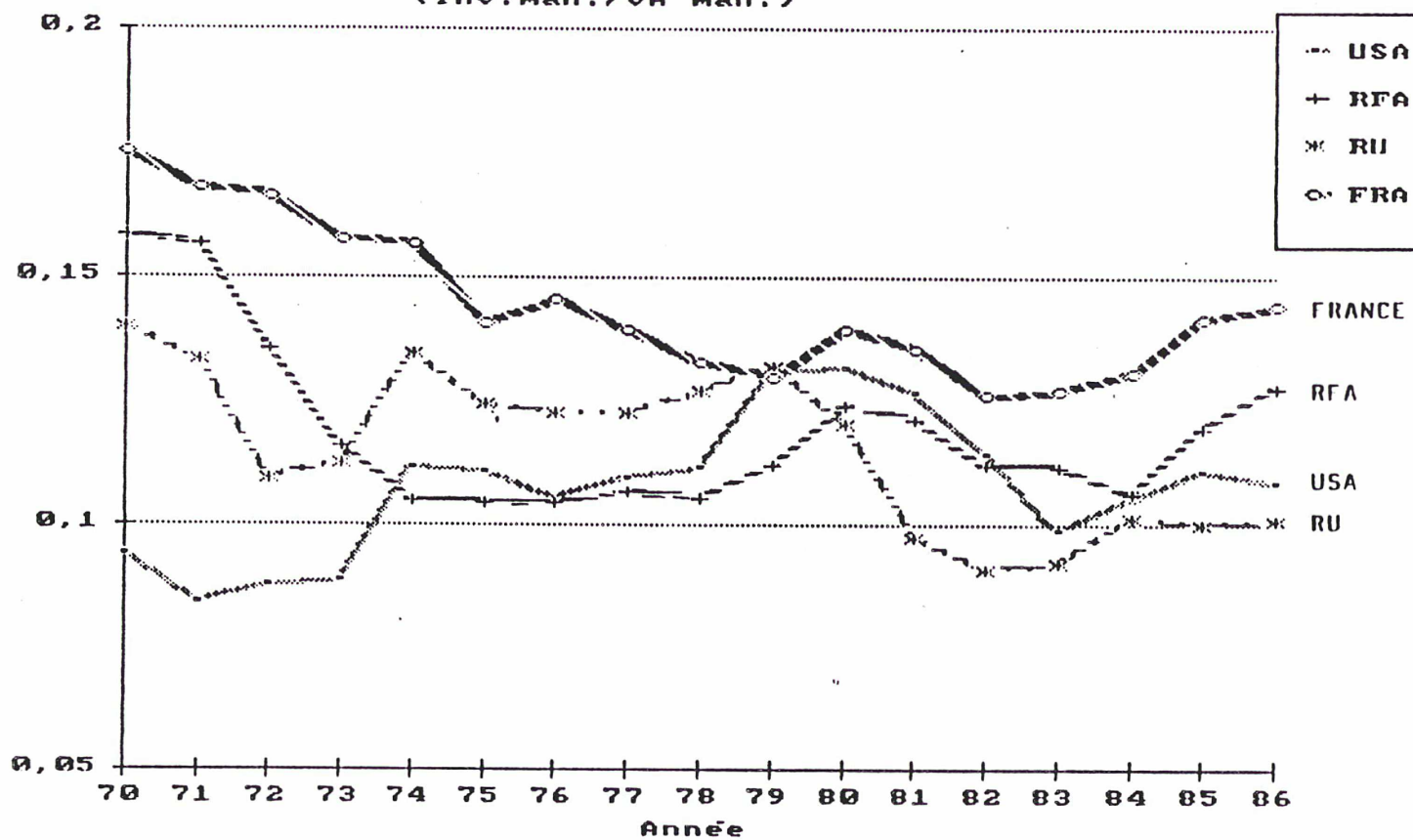
LES ETAPES DE LA REFORME :

		<u>Durées possibles</u>
1er Mars 1985	Création de certificats de dépôts	6 mois - 2 ans
18 Décembre 1985	Création de billets de trésorerie	10 jours - 6 mois
2 Janvier 1986	Création de bons du Trésor négociables	10 jours - 7 ans
20 Janvier 1986	Création de bons des Institutions Financières Spécialisées	2 ans - 7 ans
1er Juin 1986	Création de bons des Sociétés Financières	2 ans - 7 ans
	Modification de la durée des certificats de dépôts	3 mois - 7 ans
	Modification de la durée des billets de trésorerie	10 jours - 2 ans
1er Mars 1987	Uniformisation de la durée des titres de créances négociables :	
	Certificats de dépôts	10 jours - 7 ans
	Billets de trésorerie	10 jours - 7 ans
	Bons des Institutions Financières	10 jours - 7 ans
	Bons des Sociétés Financières	10 jours - 7 ans -

BALANCE COMMERCIALE PAR PRODUITS



Taux d'investissement
manufacturier en valeur
(inv.man./VA man.)



ANNEXE III

EXTRAIT DES COMPTES DES ENTREPRISES

SOCIETES	RUBRIQUES	1986	1985	1984	1983	1982	1981
SNEA*	!Chiffre d'affaires HT	!19727	!180651	!177374	!134033	!114808	!104424
	!Frais financiers / C.A. (%)	!-0.87	!-0.88	!-1.39	!-1.89	!-2.11	!-0.96
(%) après affectation	!Disponibilités	!21620	!23164	!25862	!20092	!19658	!14637
du résultat	!Capitaux permanents	!107464	!106329	!99392	!90278	!81476	!74011
	!Dettes LMT	!17289	!19048	!22141	!25012	!22183	!20192
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	!16481	!19754	!21689	!16635	!11311	!10932
	!Investissements physiques	!12439	!14359	!12161	!11029	!12396	!11456
ATOCHEN*	!Chiffre d'affaires HT	!19122	!23772	!21644	!19022		
	!Frais financiers / C.A. (%)	!-3.67	!-3.07	!-3.76	!-5.03		
(%) après affectation	!Disponibilités	!280	!486	!422	!281		
du résultat	!Capitaux permanents	!7517	!6946	!6388	!5962		
	!Dettes LMT	!2095	!2594	!2741	!3511		
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	!1199	!824	!1155			
	!Investissements physiques	!1397	!1078	!733			
SANOFI*	!Chiffre d'affaires HT	!12377	!14506	!11241	!9334	!7858	!6682
	!Frais financiers / C.A. (%)	!-1.60	!-2.00	!-2.40	!-2.80	!-2.50	!-2.50
(%) avant affectation	!Disponibilités	!641	!986	!697	!475	!450	!612
du résultat	!Capitaux permanents	!7183	!7167	!4802	!4339	!3494	!3291
	!Dettes LMT	!860	!1138	!835	!737	!627	!638
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	!847	!876	!790	!693	!479	!529
	!Investissements physiques	!634	!798	!467	!378	!309	!226
RHONE-POULENC*	!Chiffre d'affaires HT	!52694	!56102	!51207	!43117	!37196	!31515
	!Frais financiers / C.A. (%)	!-2.89	!-3.28	!-4.11	!-4.90	!-5.67	!-6.03
(%) après affectation	!Disponibilités	!1858	!2066	!1462	!1665	!2482	!1376
du résultat	!Capitaux permanents	!35027	!27109	!24075	!21574	!17293	!15466
	!Dettes LMT	!11847	!9736	!9656	!9745	!8695	!7978
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	!5683	!5407	!4949	!2383	!1401	!1247
	!Investissements physiques	!5075	!4140	!3543	!2784	!2166	!2345
AIR LIQUIDE*	!Chiffre d'affaires HT	!20639	!19904	!19829	!17099	!14265	!12447
	!Frais financiers / C.A. (%)	!-0.80	!-0.40	!-0.30	!-0.90	!-0.80	!-0.30
(%) avant affectation	!Disponibilités	!2201	!2952	!2817	!2236	!1402	!1657
du résultat	!Capitaux permanents	!22780	!13712	!13081	!11336	!9378	!8060
	!Dettes LMT	!7027	!2409	!3138	!2465	!2028	!1676
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	!3142	!2791	!2579	!2266	!1911	!1568
	!Investissements physiques	!2700	!1798	!1713	!1337	!1404	!1445
LAFARGE-COPPEE*	!Chiffre d'affaires HT	!16897	!17443	!18882	!17919	!16250	!13971
	!Frais financiers / C.A. (%)	!-2.90	!-3.60	!-4.75	!-5.30	!-6.90	!-4.00
(%) après affectation	!Disponibilités	!2851	!1452	!831	!816	!683	!785
du résultat	!Capitaux permanents	!14224	!13006	!13690	!13156	!12272	!11982
	!Dettes LMT	!3859	!5062	!6519	!6421	!6122	!5756
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	!2281	!1933	!1663	!1526	!1098	!1420
	!Investissements physiques	!1222	!906	!1115	!1040	!1059	!1446
PECHINEY*	!Chiffre d'affaires HT	!34667	!35917	!35532	!29009	!29032	!40985
	!Frais financiers / C.A. (%)	!-3.40	!-3.15	!-4.09	!-5.14	!-6.30	!-4.80
(%) avant affectation	!Disponibilités	!2645	!2317	!1740	!1790	!1596	!1868
du résultat	!Capitaux permanents	!25295	!25691	!24316	!19404	!17526	!15107
	!Dettes LMT	!10399	!9968	!9354	!8652	!9311	!9672
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	!2310	!2879	!3174	!961	!-1071	!1062
	!Investissements physiques	!3136	!4233	!2224	!1662	!1735	!1283

SOCIETES	RUBRIQUES	1986	1985	1984	1983	1982	1981
SAINT-GOBAIN*	!Chiffre d'affaires HT	77725	67888	61341	57894	51342	43494
	!Frais financiers / C.A. (%)	-2.22	-3.19	-2.63	-3.27	-3.02	-3.32
(*) après affectation	!Disponibilités	9474	4965	4499	2176	1249	1580
du résultat	!Capitaux permanents	37189	33257	31391	29558	26671	23341
	!Dettes LMT	13954	14756	13316	12495	10840	7848
	!Autofinancement	5363	4189	4253	3229	2376	2826
	!Investissements physiques	3838	4116	3766	2833	3493	2511
GENERALE DES EAUX*	!Chiffre d'affaires HT	48039	44231	39902	29701	26765	20273
	!Frais financiers / C.A. (%)	0.39	0.47	0.59	0.67	0.35	0.32
(*) après affectation	!Disponibilités (hors titres placement)	1588	1237	1423	1083	941	1049
du résultat	!Capitaux permanents	19688	15689	14464	11587	9915	8139
	!Dettes LMT	4085	2579	2490	1472	1285	968
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	3745	3068	2880	2348	1632	1385
	!Investissements physiques	2650	1988	1777	1455	1031	
LYONNAISE DES EAUX*	!Chiffre d'affaires HT	15696	14756	13500	12913	9976	14411
	!Frais financiers / C.A. (%)	0.40	-0.40	-0.30	-1.10	-0.70	-0.60
(*) avant affectation	!Disponibilités	3816	2475	1749	1293	827	851
du résultat	!Capitaux permanents	14321	13079		8923	7445	7350
	!Dettes LMT	1968	2432		1439	1252	1094
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	1561	1283	1091	899	724	819
	!Investissements totaux nets	960	1078		742	912	876
ONECM*	!Chiffre d'affaires HT	10253	9404	8188	6616	5941	4352
	!Frais financiers / C.A. (%)	-2.30	-3.80	-4.90	-5.80	-3.90	
(*) après affectation	!Disponibilités	548	92	126	149	136	
du résultat	!Capitaux permanents	9051	9361	8421	7692	6061	4618
	!Dettes LMT	5985	6729	6231	6001	4595	3152
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	1511	1336	912	765	446	
	!Investissements physiques	723	551	365	631	1064	
BM-FRANCE*	!Chiffre d'affaires HT	36626	37567	33236	28000	22296	17270
	!Frais financiers / C.A. (%)	-1.27	-0.98	-0.30	-0.38		
(*) avant affectation	!Disponibilités	821	974	935	968	334	193
du résultat	!Capitaux permanents				8016	6775	6369
	!Dettes LMT				895	854	966
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	2251	2937	3305	3682	3507	2484
	!Investissements	3085	3722	2889	2693	2641	2445
THOMSON-CSF*	!Chiffre d'affaires HT	35627	31938	31700	24326	27250	25100
	!Frais financiers / C.A. (%)	3.30	0.25	-1.36	-2.00		
(*) après affectation	!Disponibilités	1849	2484	791	749		
du résultat	!Capitaux permanents	18961	14627	11673	7554		
	!Dettes LMT	3621	7426	5887	4166		
	!Autofinancement	4511	2722	1800	199	-520	850
	!Investissements physiques	3321	3608	2050	1182	1300	1150
LEMONT-SCHNEIDER*	!Chiffre d'affaires HT	5539	7624	5836	5207	5155	4783
	!Frais financiers / C.A. (%)	0.80	-0.50	0.80	1.08	0.10	-0.20
(*) avant affectation	!Disponibilités	312	364	281	102	49	45
du résultat	!Capitaux permanents	1360	1661	1443	1320	1300	1166
	!Dettes LMT	464	559	377	297	285	254
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	302	397	140	328	391	297
	!Investissements physiques	165	246	173	204	255	196

SOCIETES	RUBRIQUES	1986	1985	1984	1983	1982	1981
TELEMECANIQUE*	!Chiffre d'affaires HT	6281	6101	4982	4215	3869	3445
	!Frais financiers / C.A. (%)	-1.20	-3.10	-2.70	-3.70		
(*) avant affectation	!Disponibilités	225	408	197	48		
du résultat	!Capitaux permanents	2805	2695	2074	1540	1497	1436
	!Dettes LMT	440	570	474	371	432	464
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	554	456	401	300	277	231
	!Investissements physiques	455	569	268	194	162	305
SOMMER-ALLIBERT*	!Chiffre d'affaires HT	5729	5392	5038	4486	3927	3147
	!Frais financiers / C.A. (%)	-3.11	-3.69	-4.20	-4.64	-5.17	-5.18
(*) avant affectation	!Disponibilités	272	197	62	67	92	83
du résultat	!Capitaux permanents	2325	1973	1754	1662	1576	1533
	!Dettes LMT	1002	758	808	716	701	703
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	437	281	230	229	184	144
	!Investissements physiques	362	216	229	186	154	142
UNILEVER*	!Chiffre d'affaires HT	55363	66771	66791	59434	55903	56115
N.V + PLC	!Frais financiers / C.A. (%)	0.11	0.03	-0.03	0.16	0.12	0.04
(millions de florins)	!Disponibilités	10464	5890	4608	4144	3214	3271
	!Capitaux permanents	20983	22456	24041	22536	20315	19984
	!Dettes LMT	2678	2587	3274	2739	2844	2992
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	2377	2408	2625	2091	1977	2423
	!Investissements physiques	1932	2363	2101	1960	1821	1911
BSN*	!Chiffre d'affaires HT	33623	28475	27293	24889	21890	19256
	!Frais financiers / C.A. (%)	-1.42	-1.38	-1.26	-0.96	-1.7	-2.51
(*) après affectation	!Disponibilités	1290	1442	1466	1449	1289	1141
du résultat	!Capitaux permanents	17934	13640	12791	10566	9123	8598
	!Dettes LMT	4664	3169	2939	2066	1951	2437
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	3160	2338	2135	2140	1788	1620
	!Investissements physiques	2155	2205	2417	1505	1216	1198
L'OREAL*	!Chiffre d'affaires HT	18130	16430	15804	13500	10882	9686
	!Frais financiers / C.A. (%)	-0.28	-1.49	-1.82	-1.93	-2.24	-2.51
(*) avant affectation	!Disponibilités	4349	2034	1694	1225	695	519
du résultat	!Capitaux permanents	10066	7305	7581	5609	4219	3679
	!Dettes LMT	1751	1152	1772	1188	857	875
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	1758	1470	1376	1286	766	745
	!Investissements physiques	824	814	827	727	406	378
MOET-HENNESSY*	!Chiffre d'affaires HT	8051	7689	6841	5329	4588	4179
	!Frais financiers / C.A. (%)	-3.09	-3.17	-4.17	-4.52	-4.64	-4.98
(*) après affectation	!Disponibilités	1060	1112	1033	516	281	126
du résultat	!Capitaux permanents	7100	6610	5903	4711	3873	3420
	!Dettes LMT	1848	2017	1873	1236	1169	1161
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	1089	997	723	623	591	
	!Investissements physiques nets	294	282	283	268	170	

SOCIETES	RUBRIQUES	1986	1985	1984	1983	1982	1981
ARJOMARI*	!Chiffre d'affaires HT	5232	4885	4310	3379	3105	2586
	!Frais financiers / C.A. (%)	-0.67	-1.34	-1.91	-1.69	-2.99	-3.25
(*) avant affectation	!Disponibilités	590.0	354.0	54.3	17.9	36.1	24.9
du résultat	!Capitaux permanents	2383	1696	1195	986	715	606
	!Dettes LMT	920	579	313	394	265	200
	!Capacité d'autofinancement (MBA)	456	263	227	141	119	82
	!Investissements physiques	307	199	170	103	66	69
PAPETERIES DE	!Chiffre d'affaires HT	803	760	717	664	621	531
CLAIREFONTAINE*	!Frais financiers / C.A. (%)	-1.70	-2.50	-2.90	-2.70	-3.03	-3.37
(*) avant affectation	!Disponibilités	124.8	77.7	19.0	26.8	14.2	2.6
du résultat	!Capitaux permanents	360.1	271.2	266.2	212.7	185.0	173.8
	!Dettes LMT	68.0	56.0	62.7	38.4	35.1	38.6
société-mère	!Capacité d'autofinancement (MBA)	96.0	39.0	46.8	38.2		
clôture 31/12	!Investissements physiques	33.2	22.5	21.9			
ELM-LEBLANC*	!Chiffre d'affaires HT	743	637	507	406	367	326
	!Frais financiers / C.A. (%)	-1.10	-0.75	-0.99	-0.96	-2.20	-3.30
(*) après affectation	!Disponibilités	31.8	40.0	0.7	5.6	4.5	4.5
du résultat	!Capitaux permanents	149.0	137.0	104.0	90.0	95.0	78.0
	!Dettes LMT	27.0	31.0	21.0	22.0	27.0	28.0
société-mère	!Capacité d'autofinancement (MBA)	74.0	50.0	35.0	13.3	36.0	23.0
clôture 31/12	!Investissements physiques	32.5	31.5	22.3	18.7	8.6	10.5
BACCARAT*	!Chiffre d'affaires HT	340	343	264	212	172	167
	!Frais financiers / C.A. (%)	-0.68	-0.80	-1.01	-2.54	-4.46	-4.24
(*) après affectation	!Disponibilités	30.5	47.9	7.1	5.0	2.3	2.6
du résultat	!Capitaux permanents	206.6	172.0	134.9	106.7	86.0	72.7
	!Dettes LMT	40.3	31.4	20.9	16.6	10.9	7.7
société-mère	!Capacité d'autofinancement (MBA)						
clôture 31/12	!Investissements physiques nets	24.1	17.3	9.0	4.1	2.0	1.8
SOCIETES	RUBRIQUES	1986/87	1985/86	1984/85	1983/84	1982/83	1981/82
WATERMAN*	!Chiffre d'affaires HT	292	265	246	201	180	171
	!Frais financiers / C.A. (%)	-1.50	-1.36	-1.45	-1.65	-2.25	-2.00
(*) après affectation	!Disponibilités	13.5	12.7	14.5	10.9	9.6	4.3
du résultat	!Capitaux permanents		135.0	133.0	130.0	129.0	128.2
	!Dettes LMT	29.8	18.8	24.5	27.0	27.4	29.5
société-mère	!Capacité d'autofinancement (MBA)	37.3	26.1	17.3	20.5	11.6	12.4
clôture 31/03	!Investissements physiques	21.2	11.3	7.1	4.1	5.9	6.2
SALOMON*	!Chiffre d'affaires HT		2221	1666	1109	817	565
	!Frais financiers / C.A. (%)		-3.80	-2.84	-3.46	-4.53	-7.74
(*) avant affectation	!Disponibilités		830.1	363.9	263.2	169.0	40.1
du résultat	!Capitaux permanents		1269.9	829.1	560.9	314.0	177.6
	!Dettes LMT		216.6	178.1	95.4	69.7	58.0
comptes consolidés	!Capacité d'autofinancement (MBA)		325.4	235.0	150.6	99.3	32.0
clôture 31/03	!Investissements physiques		160.1	161.0	102.0	45.0	32.4

SOCIETES	RUBRIQUES	1986/87	1985/86	1984/85	1983/84	1982/83	1981/82
BENETEAU	Chiffre d'affaires HT	558	504	422	304	255	
	Frais financiers / C.A. (%)	-4.16	-3.69	-4.74	-5.76	-6.08	
(*) avant affectation	Disponibilités	0.1	18.1	14.2	4.5	6.9	
du résultat	Capitaux permanents	215.6	177.7	94.0	72.9	65.7	
	Dettes LMT	67.6	58.3	32.8	25.9	26.8	
société-mère	Capacité d'autofinancement (MBA)	38.6	38.2	24.7	19.9	17.5	
clôture 31/08	Investissements physiques	36.7	55.0	23.7	12.7	10.0	
ZODIAC	Chiffre d'affaires HT	1033	985	825	709	566	
	Frais financiers / C.A. (%)	-2.00	-3.10	-3.80	-3.10	-3.70	
(*) après affectation	Disponibilités	66.0	17.0	12.0	14.0	6.9	
du résultat	Capitaux permanents	480.0	396.0	316.4	234.5	150.0	
	Dettes LMT	144.0	132.0	95.0	82.0	60.0	
comptes consolidés	Capacité d'autofinancement (MBA)	60.0	64.0	54.0	41.5	33.0	
clôture 31/08	Investissements physiques	49.2	44.8	42.4	32.0	19.0	

ANNEXE IV

LISTE DES GRAPHIQUES

PARTIE A

Graphique n° 1	Taux de marge des sociétés non financières
Graphique n° 2	Taux d'épargne des sociétés non financières
Graphique n° 3	Situation de Trésorerie dans l'Industrie
Graphique n° 4	Taux d'investissement des sociétés non financières
Graphique n° 5	Taux d'autofinancement des sociétés non financières
Graphique n° 6	Investissement productif en volume (base 100 en 1980)
Graphique n° 7	Dépenses de Recherche des entreprises rapportées aux PIB
Graphique n° 8	Evolution du solde industriel
Graphique n° 9	Taux d'endettement des sociétés non financières
Graphique n° 10	FBCF et actifs financiers
Graphique n° 11	La demande globale observée par les Industriels
Graphique n° 12	Taux d'intérêt nominaux long terme dans les grands pays industrialisés
Graphique n° 13	Taux d'intérêts réels long terme dans les grands pays industrialisés.
Graphique n° 14	Taux d'inflation en France

ANNEXE I

Graphique n° 15	Effet de levier
Graphique n° 16	Le rapport Investissement/Produit Intérieur Brut
Graphique n° 17	Taux d'investissement par secteur institutionnel
Graphique n° 18	Taux d'autofinancement des sociétés non financières
Graphique n° 19	Taux d'investissement des sociétés non financières

Graphique n° 20	Taux d'autofinancement et d'investissement dans les Grandes Entreprises Nationales
Graphique n° 21	Taux d'accumulation brut
Graphique n° 22	Taux de marge et Taux d'épargne des sociétés non financières
Graphique n° 23	Le taux d'investissement dans l'Industrie
Graphique n° 24	Taux d'investissement dans les principaux pays industrialisés (FBCF/PIB)
Graphique n° 25	Investissement productif en valeur rapporté au PIB dans les principaux pays industrialisés
Graphique n° 26	Investissement productif en volume (base 100 en 1980)
Graphique n° 27	Investissement manufacturier en volume (base 100 en 1980)
Graphique n° 28	Structure de l'investissement immatériel dans les principaux pays industrialisés
Graphique n° 29	Dépenses de R&D rapportées au PIB
Graphique n° 30	Dépenses de R&D des entreprises rapportées au PIB
Graphique n° 31	Dépenses de R&D des entreprises rapportées aux Dépenses totales de R&D
Graphique n° 32	Durée d'utilisation des équipements
Graphique n° 33	Productivité du capital (base 100 en 1980)
Graphique n° 34	Soldes industriels par branches
Graphique n° 35	Solde extérieur et écart de conjoncture
Graphique n° 36	Différence de demande intérieure entre la France et l'Etranger
Graphique n° 37	Indicateur de compétitivité
Graphique n° 38	Encours de titres de placement des sociétés non financières
Graphique n° 39	FBCF et actifs financiers des sociétés non financières
Graphique n° 40	Le constat trimestriel des industriels
Graphique n° 41	Prix à l'importation du brut
Graphique n° 42	Prix du pétrole et de l'énergie
Graphique n° 43	Prix internationaux des matières premières importées par la France
Graphique n° 44	Taux de change des monnaies étrangères
Graphique n° 45	Evolution des taux d'intérêt réels et nominaux à court terme en France de 1970 à 1985
Graphique n° 46	Taux d'intérêt nominaux à long terme
Graphique n° 47	Taux d'intérêt réels à long terme

LISTE DES TABLEAUX

PARTIE A

Tableau n° 1	Ratio de solvabilité des entreprises non financières
Tableau n° 2	Destination prévue des investissements dans l'Industrie
Tableau n° 3	Echanges de produits manufacturés
Tableau n° 4	Taux de rentabilité et de profitabilité
Tableau n° 5	Produit Intérieur Brut Réel dans les principaux pays industrialisés
Tableau n° 6	Demande mondiale de produits manufacturés adressée à la France
Tableau n° 7	Demande intérieure totale dans les principaux pays industrialisés

PARTIE B

Tableau n° I	Marges Brutes d'Autofinancement rapportées aux Chiffres d'Affaires
Tableau n° II	Investissements rapportés aux Marges Brutes d'Autofinancement
Tableau n° III	Marges Brutes d'Autofinancement rapportée aux Investissements
Tableau n° IV	Frais Financiers Nets rapportés au Chiffre d'Affaires
Tableau n° V	Capitaux Permanents rapportés aux Dettes à Long et Moyen Terme
Tableau n° VI	Disponibilités rapportées aux Chiffres d'Affaires

ANNEXE I

Tableau n° 8	Taux de valeur ajoutée
Tableau n° 9	Taux de marge
Tableau n° 10	Taux de rentabilité économique
Tableau n° 11	Décomposition de la valeur ajoutée des sociétés non financières (prix base 1970)
Tableau n° 12	Décomposition de la valeur ajoutée des sociétés non financières (prix base 1980)
Tableau n° 13	Structure des capitaux permanents dans l'Industrie
Tableau n° 14	Taux d'endettement dans l'Industrie
Tableau n° 15	Evolution de la structure des ressources des sociétés non financières (prix base 1970)
Tableau n° 16	Evolution de la structure des ressources des sociétés non financières (prix base 1980)
Tableau n° 17	Structure de l'endettement des entreprises de 1975 à 1983
Tableau n° 18	Evolution des taux d'intérêt apparents dans l'Industrie
Tableau n° 19	Evolution du taux d'intérêt apparent sur endettement global
Tableau n° 20	Evolution du taux de prélèvement financier dans l'Industrie.
Tableau n° 21	Poids des charges financières dans les sociétés non financières
Tableau n° 22	Décomposition de l'Excédent brut d'Exploitation des sociétés non financières hors GEN (1974-1985)
Tableau n° 23	Décomposition de l'Excédent brut d'Exploitation des sociétés non financières hors GEN (1977-1986)
Tableau n° 24	FBCF des sociétés et quasi-sociétés par secteurs institutionnels
Tableau n° 25	Taux moyen d'investissement productif des branches non financières
Tableau n° 26	Evolution de la FBCF des entreprises non financières
Tableau n° 27	Poids des frais financiers dans les Grandes Entreprises Nationales
Tableau n° 28	Taux d'investissement des sociétés non financières
Tableau n° 29	Taux d'accumulation net
Tableau n° 30	Taux de croissance annuel moyen de l'investissement dans les branches de l'Industrie manufacturière
Tableau n° 31	Evolution du taux d'investissement dans les branches de l'Industrie manufacturière
Tableau n° 32	L'investissement en Europe
Tableau n° 33	Taux d'investissement immatériel
Tableau n° 34	Les investissements immatériels

Tableau n° 35	Age moyen du capital dans l'Industrie par branches
Tableau n° 36	Evolution des soldes commerciaux (1976-1986)
Tableau n° 37	Evolution des soldes commerciaux (1986-1987)
Tableau n° 38	Soldes industriels par branches
Tableau n° 39	Soldes industriels par zones géographiques
Tableau n° 40	Demande intérieure finale de biens et services
Tableau n° 41	Taux de pénétration et compétitivité sur le marché intérieur
Tableau n° 42	Emissions de valeurs mobilières en France
Tableau n° 43	Evolution de la capitalisation boursière
Tableau n° 44	Actifs nets des O.P.C.V.M.
Tableau n° 45	Encours de titres du marché monétaire
Tableau n° 46	Structure des emplois des sociétés non financières (1979-1985)
Tableau n° 47	Structure des emplois des sociétés non financières (1983-1986)
Tableau n° 48	Recours des sociétés à des financements externes
Tableau n° 49	Structure du financement des sociétés non financières
Tableau n° 50	Financement désintermédié des sociétés non financières
Tableau n° 51	Produit Intérieur Brut Réel dans les grands pays industrialisés
Tableau n° 52	Consommation finale privée réelle
Tableau n° 53	Demande mondiale de produits manufacturés adressée à la France
Tableau n° 54	Demande intérieure totale dans les principaux pays industrialisés
Tableau n° 55	Prix à la consommation

ANNEXE V

BIBLIOGRAPHIE

INSEE

- (1) Rapports sur les Comptes de la Nation 1981 à 1986.
- (2) Notes de conjoncture 1983 à 1987.
- (3) Tendances de la Conjoncture (Graphiques sur 10 ans)
- (4) Tendances de la Conjoncture (Graphiques sur 20 ans)
- (5) Informations Rapides.
 - Enquête trimestrielle dans l'Industrie (1984 à 1987).
 - Situation de Trésorerie dans l'Industrie (1984 à 1987).
 - Enquête sur les investissements dans l'Industrie (1984 à 1987).
- (6) Forces et Faiblesses des secteurs industriels (1979-1984) par Michel DELATTRE, Février 1986.

Economie et Statistique.

- (7) La dégradation des comptes des entreprises industrielles depuis le premier choc pétrolier, par Pierre MULLER, Avril 1984 (n°165).
- (8) Regards sur la situation des entreprises, par Michel DEVILLIERS, Octobre 1986 (n° 192) et Septembre 1985 (n°180).
- (9) Les résultats des entreprises industrielles en 1982 par Elie MESSECA, Octobre 1983 (N°159).
- (10) Les résultats des entreprises industrielles en 1983 par Elie MESSECA, Septembre 1984 (n°169).
- (11) Les résultats des entreprises industrielles en 1984, Edouard MATHIEU, Octobre 1985 (N°181).
- (12) Les résultats des entreprises industrielles en 1985, Edouard MATHIEU, Octobre 1986 (N°192).

Banque de France

Cahiers Economiques et Monétaires

- (13) Evolution des résultats et des structures de financement des entreprises françaises de 1978 à 1983, cahier n° 22, par D. BROCARD et J-C SANANES.
- (14) Le tableau d'équilibre des relations financières, n°23.
- (15) Rôle et Politique des taux d'intérêt en France, n°25, Décembre 1985.

Centrale des Bilans, Direction des Etudes.

- (16) Evolution des encours de titres de placement des entreprises industrielles (1978-1983) par G. CETTE, Avril 1985,
(1978-1985) par G. CETTE, Avril 1987.
- (17) Taux d'Intérêt, Equilibre Financier, Rentabilité par D. BROCARD, Novembre 1985.

Bulletins Trimestriels

- (18) Le comportement des entreprises industrielles en 1982, par O. COUSSERAN et D. VARIERAS.
- (19) Le comportement des entreprises industrielles en 1983, par R. LARRIEU et N. LOMBARD.
- (20) Le comportement des entreprises industrielles en 1984, par R. LARRIEU et N. LOMBARD.
- (21) Le comportement des entreprises industrielles en 1985, par M. DELBREIL et N. LOMBARD.
- (22) La situation du système productif en 1985, par M. DELBREIL et N. LOMBARD.
- (23) Bulletins Trimestriels janvier 1987 et avril 1987.

CONSEIL ECONOMIQUE ET SOCIAL

- (24) La conjoncture au 1^o semestre 1987, par M. P. NEESER.
- (25) Conditions économiques, sociales et culturelles de la modernisation de notre économie, par M. R. LAGANE, juillet 1987.
- (26) Les prêts et aides aux entreprises, Procédures et circuits de distribution, par M. J-P. AUBERT, mai 1987.

CONSEIL NATIONAL DU CREDIT

- (27) Rapport annuel 1985.
- (28) Rapport annuel 1986.

MINISTERE DE L'INDUSTRIE, DIRECTION GENERALE DE L'INDUSTRIE

Service d'Etudes des Stratégies et des Statistiques Industrielles:

- (29) * Les conditions de l'allocation du capital vers l'Industrie, 19/11/85.
- (30) * La situation financière de l'Industrie et des autres secteurs économiques avant et après la crise, 31/1/85.

MINISTERE DE L'ECONOMIE, DES FINANCES ET DE LA PRIVATISATION

- (31) Le Livre Blanc sur la réforme du financement de l'économie, février 1986.
- (32) Le processus d'innovation financière en France et ses implications, par MM. J. METAIS et P. SZYMCZAK, Direction de la Prévision.
- (33) Innovations et déréglementation financières: l'expérience française, par MM. J. METAIS et P. SZYMCZAK, Direction de la Prévision.
- (34) Y-a-t'il un retard de la France en matière d'investissement, par Mme F. BENARD et MM. H. ROUILLEAULT et P. TEMPLE, Direction de la Prévision.
- (35) Notes bleues n°289, 10 ans de Bourse, 1976-1985, juillet 1986.
Notes bleues n° 320, Echanges Extérieurs, février 1987,
n° 340, 341, Echanges Extérieurs, juillet 1987.

OCDE

- (36) Statistiques rétrospectives (1960-1985), 1986.
- (37) Perspectives Economiques, mai 1986, juin 1987.
- (38) Etudes Economiques, France, Janvier 1987.

CREDIT NATIONAL

- (39) Rapports annuels 1983 à 1986.

Bulletins Trimestriels,

- (40) n°41, La situation financière des entreprises industrielles en 1982, par J. NOIRET, 4° trimestre 83.
- (41) n°45, La situation financière des entreprises industrielles en 1983, par O. GAUDRY, 4° trimestre 84.
- (42) n°48, L'évolution de la nature de l'investissement, par M.C. KAPLAN et J.P. BURCKLEIN, 3° trimestre 85.
- (43) n°50, La situation financière de l'industrie française par O. GAUDRY, 1° trimestre 86.
- (44) n°52, Saint-Gobain aux Etats-Unis, interview de M. BESSON, Pdt de Certain Teed Corp., 3° trimestre 86.
- (45) Bolloré Technologies aux Etats-Unis, Interview de M. Y. BOLLORE, Vice Président-Directeur Général de Bolloré Technologies.

IPECODE

- (46) Revue n° 6, Rentabilité et endettement des entreprises françaises par G. MAAREK, novembre 1984.
- (47) Revue n° 9, Les performances des entreprises françaises 1970-1984 par G. MAAREK, octobre 1985.
- (48) Revue n° 13, Le comportement des entreprises par T. CHAUVEAU, octobre 1986.
- (49) Revue n° 14, Grandes entreprises nationales et secteur concurrentiel, par L. MINVIELLE et F. OTMESGUINE, décembre 1986.

ECONOMIE EUROPEENNE

- (50) n° 23, Tendances et perspectives économiques 1984-85, mars 1985.
- (51) n° 25, la Compétitivité de l'industrie européenne: un bilan, septembre 1985.
- (52) n°26, Rapport économique annuel et Bilan économique annuel, 1985-1986, novembre 1985.
- (53) n°29, Bilan économique annuel, 1986-1987, Juillet 1986.

REVUE BANQUE

- (54) n° 470, Exploitants et nouvelles techniques de marché, par M. J-P. GUIMBERT, mars 1987.

PROBLEMES ECONOMIQUES

- (55) Un point sur l'innovation financière en France, Banque Bruxelles-Lambert.
- (56) Juste à Temps, par MM. BOUNINE-CABALE et K. SUZAKI, Ed MASSON.
- (57) La dette, le boom, la crise, par MM. V. LEVY-GARBOUA et G. MAAREK Editions Atlas - Economica.
- (58) Essais sur la théorie du chômage, par M. E. MALINVAUD. Editions Calmann-Levy - Economie Contemporaine.

