



LES NOUVEAUX DÉTERMINANTS DU FINANCEMENT DES PME FRANÇAISES

ABDALLAH ALAOUT*
THIERRY MARTIGNON**

Si la préoccupation principale des PME demeure, dans les conditions actuelles de mondialisation des échanges et de globalisation financière, l'amélioration de la compétitivité de leurs produits, cette condition semble largement tributaire des déterminants actuels de leur financement. Ces nouveaux déterminants dépendent, d'abord, de la capacité des autorités monétaires à mettre en place et favoriser les conditions nécessaires d'un « financement compétitif ». Ils dépendent, ensuite, des capacités d'adaptation des banques aux nouvelles conditions de marchandisation financière internationale. Ils dépendent, enfin, des capacités d'adaptation/anticipation des entreprises elles-mêmes.

209

La démarche adoptée dans cet article se veut volontairement pragmatique, même si certains aspects de la finance internationale se prêtent difficilement à la démonstration.

LES CONDITIONS NÉCESSAIRES D'UN FINANCEMENT COMPÉTITIF

Pour créer les conditions nécessaires d'un « financement compétitif », c'est-à-dire un financement suffisant, non inflationniste, en grande partie désintermédié et internationalement favorable, il a fallu entreprendre une véritable révolution monétaire et financière.

En effet, la révolution monétaire et financière des années soixante-dix et quatre-vingt fut l'œuvre des pays anglo-saxons, notamment les États-Unis d'Amérique et la Grande-Bretagne. Cette révolution fut considérée, à l'origine, comme une réponse aux conséquences monétaires et économiques consécutives à la crise du Système monétaire international et à l'inadéquation des politiques monétaires expansionnistes (tensions inflationnistes, surendettement des entreprises et des pays en voie de développement, accumulation des déficits budgétaires, ...). La nouvelle

* Maître de conférences de Gestion, Université Blaise-Pascal (Clermont 2).

** Directeur PME-PMI Grands Comptes de la Caisse d'Épargne d'Auvergne.



stratégie monétaire et financière s'est traduite, en fait, par l'engagement de ces pays dans un processus de déréglementation, de modernisation et de libéralisation financière dont l'impact sur l'évolution structurelle des capacités compétitives de leurs entreprises était et reste, plus que jamais, déterminant. Actuellement, cette politique doit s'adapter en permanence aux exigences d'un marché mondial dominé par l'exacerbation de la concurrence sur le plan commercial, technologique, organisationnel mais aussi financier. Il s'agit bien d'un processus dynamique en perpétuel changement, et non pas des mesures conjoncturelles.

La révolution monétaire et financière française

En France, cette révolution monétaire et financière visait en fait un objectif principal : doter le pays d'un financement compétitif, tel qu'il est défini plus haut. Pour réaliser cet objectif, il était nécessaire de rompre progressivement et résolument avec le système d'économie d'endettement. Ce système, qui a façonné l'économie française depuis la libération jusqu'au début des années 80, privilégiait la prédominance du financement intermédié et l'administration du crédit et, par conséquent, limitait la concurrence bancaire et l'accès aux meilleures conditions de financement. Le secteur bancaire était, dans une importante mesure, entre les mains de l'Etat, la régulation des taux d'intérêt et le contrôle des mouvements de capitaux étaient largement répandus en France. L'Etat exerçait donc une influence considérable sur le marché monétaire français, tant au moyen de régulation monétaire, de participations que par diverses formes d'aide indirecte (notamment les garanties de l'Etat et l'accès privilégié aux moyens de refinancement bon marché).

La loi bancaire de 1984 et les réformes monétaires et financières entreprises à partir de 1985, ont permis à la France de mettre en place une panoplie de mesures qui entrent toutes dans le cadre d'une libéralisation et diversification des moyens directs et indirects de financement de l'économie. Les autorités monétaires résument ces mesures par la règle des 3 D (déréglementation, désintermédiation et décloisonnement). En fait, ces mesures visaient, d'une part, à limiter les interventions monétaires de l'Etat, qui sont souvent génératrices d'inflation et de distorsions en matière de crédit bancaire ; permettre, d'autre part, un recours accru au marché de capitaux et à la finance directe. En effet, l'ouverture de ces marchés et la mise en place des TCN (Titres de créances négociables), ont largement contribué à diversifier les instruments de financement des entreprises françaises. Précisons que le marché français des TCN a connu, depuis sa création en 1985, un développement considérable. Selon le dernier bulletin de la Banque de France, avec un encours de 1316 milliards de francs au 31 décembre 1998, ce marché est incontestablement le premier marché continental des titres

monétaires. La modification de l'organisation et du fonctionnement de la Bourse (notamment la cotation en continu informatisé, l'abolition du monopole des agents de change, la création de nouvelles formules d'emprunts obligatoires et la création de nouveaux marchés de capitaux organisés), ont permis finalement à la place financière de Paris de jouer un rôle déterminant dans le financement de certaines entreprises françaises (notamment les GEN).

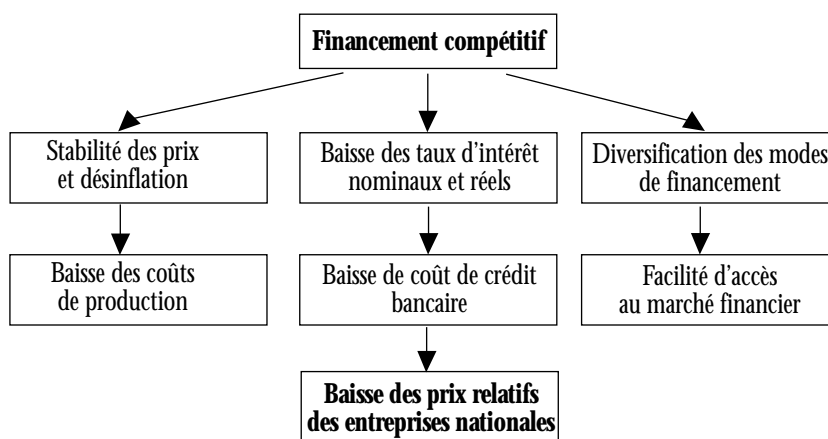
Rappelons que le cadre juridique de la place de Paris a été profondément rénové en 1998 au terme d'une série de réformes dont les principales sont :

- la publication du nouveau régime des TCN pour attirer en France les émetteurs non résidents ;
- la réforme de la titrisation pour renforcer l'attrait des fonds communs des créances pour le financement de nos PME ;
- la création d'obligations foncières.

Sans entrer dans les détails des réformes monétaires et financières qui ont caractérisé les 15 dernières années, on peut constater que la politique de désinflation, la baisse des taux d'intérêt et la diversification des modes de financement, ont contribué à la mise en place des conditions nécessaires d'un financement compétitif, puisqu'il se traduit, comme le montre le schéma n° 1, par une certaine facilité d'accès au marché financier, une baisse du coût du financement bancaire et une baisse consécutive des coûts de production. Ces trois facteurs devraient, dans les conditions normales de la concurrence, exercer des effets positifs sur les prix relatifs et, par conséquent, sur la compétitivité des entreprises françaises.

211

Schéma n° 1
Le mécanisme du financement compétitif



Les effets économiques et financiers de cette révolution

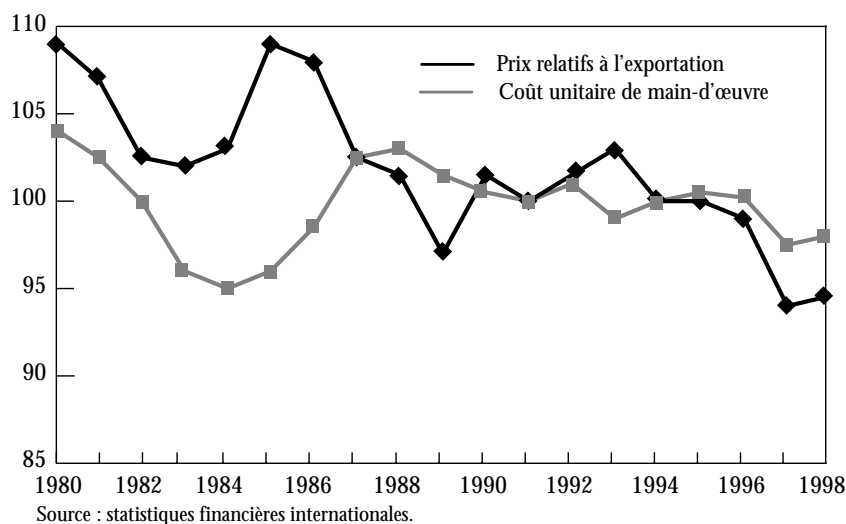
Ces effets sont différenciés, selon qu'il s'agisse des performances globales de l'économie française, du comportement financier des PME ou de la rentabilité du secteur bancaire.

Effets sur les performances globales des entreprises

L'analyse de la compétitivité globale de l'économie française, mesurée par les prix relatifs à l'exportation et le coût unitaire de main-d'œuvre (voir graphique n° 1), montre une amélioration progressive à partir de 1987. La tendance à la baisse des deux indicateurs de compétitivité en question, ne s'explique certainement pas uniquement par les effets positifs du financement compétitif. Mais on est cependant forcé de constater que les résultats spectaculaires de la désinflation française, entre 1980 et 1986 (de 13 % à 3 %), et l'amélioration des conditions de financement que nous avons explicitées précédemment, ne sont sans doute pas étrangers à l'amélioration des capacités compétitives globales des entreprises françaises. Pour mieux appréhender cette réalité, il est nécessaire d'évaluer les effets de ces réformes monétaires et financières sur le comportement financier des PME Françaises.

212

Graphique n° 1
France : position concurrentielle
(indice 100 en 1991)

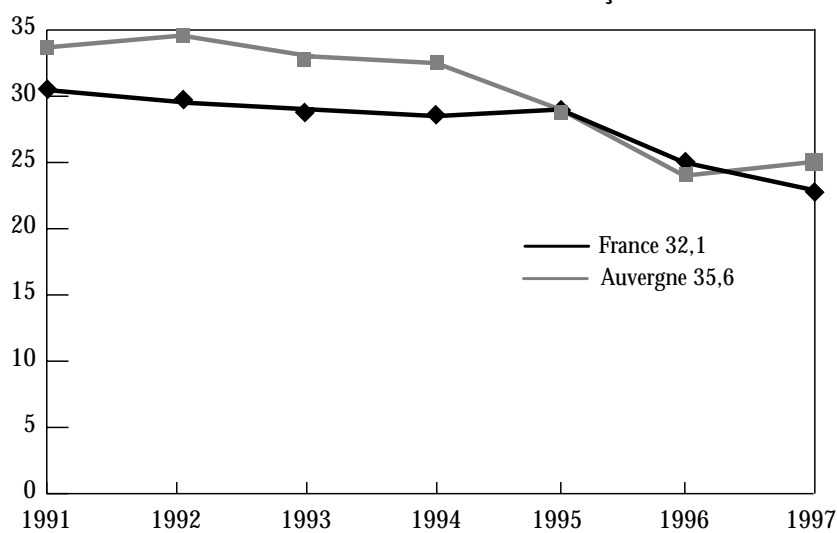


Effets sur le comportement financier des PME

Depuis le début des années 90, le comportement de financement des entreprises françaises semble déterminé par deux stratégies distinctes et

complémentaires : une stratégie de désendettement et une stratégie d'autonomie financière. En effet, la tendance à la baisse du taux d'endettement des PME françaises, aussi bien sur le plan national que régional, se confirme d'une manière résolument progressive. Ce taux est passé de 33 % en 1990 à 23 % en 1997, soit une baisse de 10 points en huit ans (voir graphique n° 2). Cette baisse s'explique par la priorité donnée par ces entreprises à l'autonomie financière, et par conséquent à la nécessité d'ajuster les dépenses investissement sur les ressources en fonds propres (autofinancement et émission d'actions).

Graphique n° 2
Taux d'endettement des PME françaises



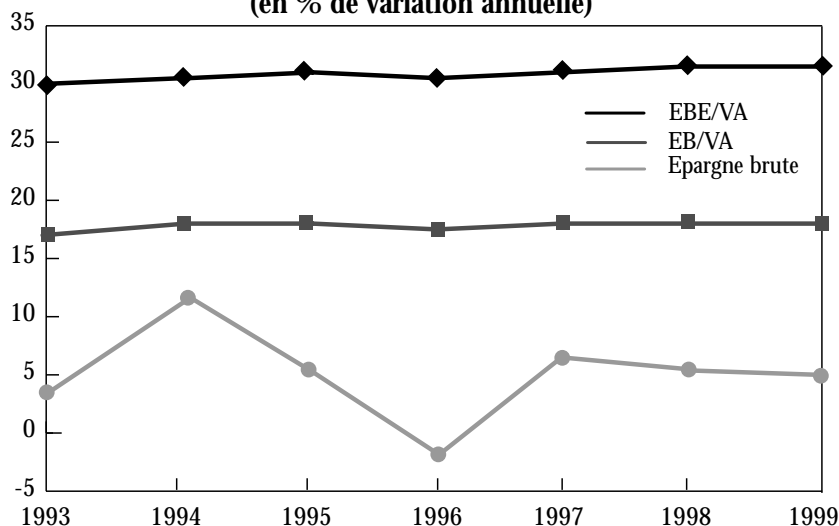
Source : Banque de France.

Tendances régionales Auvergne. Bilan 1997, p 97.

L'évolution récente des indicateurs de solvabilité et de liquidité des entreprises françaises (voir le graphique n° 3), montre effectivement une nette amélioration grâce principalement à la baisse des taux d'intérêt, au recours modéré au crédit bancaire et à l'accroissement des fonds propres.

Conséquence directe de l'élargissement et de la diversification des moyens de financement des entreprises, le recours à la dette ne constitue actuellement qu'un financement d'ajustement (voir graphique n° 4). La reprise de l'endettement des entreprises auprès des banques ces deux dernières années, se justifie par la reprise des dépenses d'investissement (celles-ci sont passées de 89 milliards de francs en 1994 à 105 en 1998) et la poursuite du mouvement baissier des taux d'intérêt. En revanche, cette baisse des taux n'arrange pas les banques qui ont subi, ces dix dernières années, une chute considérable de leur rentabilité.

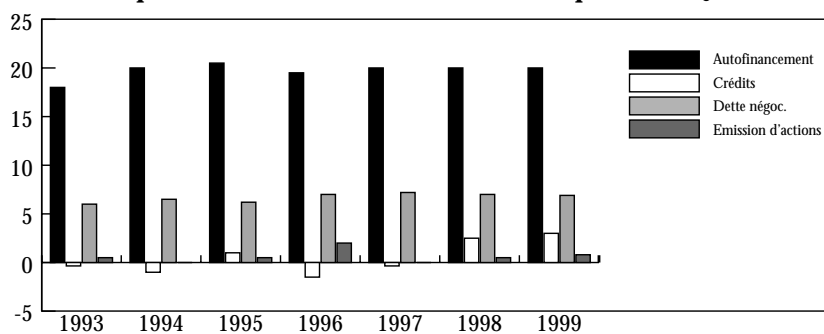
Graphique n° 3
Indicateurs de solvabilité et de liquidité des entreprises françaises
 (en % de variation annuelle)



Source : INSEE et Comptes nationaux (1993-1997) ; Prévision BNP (1998-1999).

214

Graphique n° 4
Comportement de financement des entreprises françaises



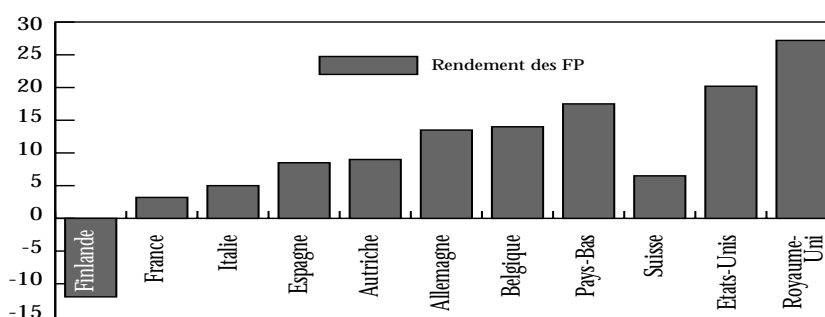
Source : INSEE et comptes nationaux (1993-1997). Prévisions BNP (1998-1999)

Effets sur la rentabilité et la stratégie bancaires

Si la mise en place des conditions nécessaires d'un financement compétitif a largement profité aux entreprises, les banques semblent être les principales perdantes puisqu'elles ont connu, au contraire, une grande fragilité financière au cours de ces deux dernières décennies. Cette fragilité, qui se manifeste par une plus grande vulnérabilité des banques aux risques de cessation de paiement, trouve son origine dans la baisse structurelle de la rentabilité bancaire. Récemment, une étude

économétrique effectuée par S. Avouyi-Dovi et Michel Boutillier¹, a confirmé une chute régulière importante de la marge nette globale des banques françaises (de 4,8 % en 1986 à 3,2 % en 1995). Une comparaison internationale de la rentabilité du secteur bancaire, évaluée par le rendement des fonds propres (moyenne 1993-1996), a montré la mauvaise position concurrentielle de la France (3,2 %), surtout en regard des Etats-Unis (20,2 %) et du Royaume-Uni (27,2 %, voir graphique n° 5).

Graphique n° 5
Rentabilité du secteur bancaire : Comparaison internationale



Source : OCDE, 1998.

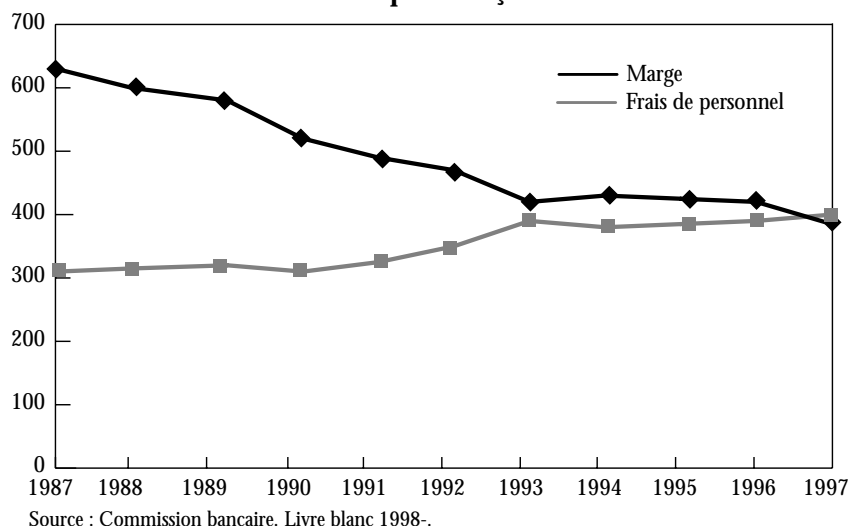
215

La dernière étude de la commission bancaire sur ce sujet (Livre blanc 1998), constate l'existence d'une certaine corrélation entre la baisse de la marge des banques et l'augmentation des frais de personnel (voir graphique n° 6). En effet, en 1987 dix millions de francs de crédits permettaient de réaliser une marge de 630 000 francs, finançant ainsi deux emplois ; en 1997, ce même volume du crédit ne génère plus que 385 000 francs, ce qui ne permet plus de couvrir le coût moyen d'un emploi. Mais il semble, de manière générale, que cette détérioration de la marge des banques françaises est moins la conséquence d'une plus forte pression des coûts que le résultat d'une baisse de leurs revenus. Pourtant, dans un environnement concurrentiel de plus en plus rude (baisse tendancielle des taux d'intérêt), les banques semblent prendre de plus en plus de risque sur leurs opérations de dépôts, de crédits et de placement pour limiter cette baisse. Une étude empirique effectuée par Furlog et Keeley², portant sur l'évolution moyenne du ratio fonds propres sur actif des banques commerciales de dix pays d'Europe (Belgique, Danemark, Finlande, Italie, Allemagne, Pays-Bas, Norvège, Espagne, Suisse et Royaume-Uni), a mis en évidence une baisse progressive de ce ratio sur une longue période (de 15 % en 1930 aux alentours de 5 % dans les années 1980). Lors des dernières assemblées du FMI et de la Banque mondiale, certains experts ont proposé une révision de ce

ratio à la hausse (10 % voire 12 %). Ce ratio est donc inférieur au minimum de 8 % exigé par la réglementation.

Cette baisse s'explique par le déclin de la fonction bancaire qui se manifeste par la substitution de l'intermédiation basée sur le marché aux formes traditionnelles d'intermédiation bancaire. En effet, la déréglementation et la libéralisation du système monétaire et financier français, ainsi que les innovations financières suscitées par les marchés, ont permis à des nombreux clients d'avoir désormais un accès direct au marché monétaire et au marché financier.

Graphique n° 6
Evolution de la marge et des frais de personnel
des banques françaises



Face à cette nouvelle donne, les banques sont amenées à changer leurs stratégies de financement, de couverture de risque et s'engager finalement dans le mouvement mondial de restructuration.

*LES CAPACITÉS D'ADAPTATION DES BANQUES
AUX NOUVELLES CONDITIONS DE MARCHÉISATION
FINANCIÈRE INTERNATIONALE*

L'objectif des différentes réformes menées dans les années 80 était d'aboutir à une large marchandisation du système financier français.

Sans entrer dans les détails de l'innovation financière qui a caractérisé ces quinze dernières années, on peut noter que deux facteurs déterminants ont été sans conteste *l'élargissement de la gamme des titres de créances et le développement des techniques de couverture* qui permettent



aux entreprises de faire face, dans les meilleures conditions, aux effets de l'incertitude qui demeure relativement forte sur les variables financières (taux d'intérêt et taux de change).

Comme nous l'avons vu précédemment, dans un contexte de moindre demande de crédit (stratégie de désendettement, de renforcement des fonds propres et d'augmentation du taux d'autofinancement), les PME-PMI ont bénéficié d'une meilleure position pour négocier les conditions de crédit. Ces conditions ont été, grâce aux nouvelles techniques internationales de marchandisation, de plus en plus influencées directement par les taux de marché, pour aboutir au milieu des années 90 à une indexation quasi systématique des conditions financières des PME-PMI sur ces taux de marché. Cette évolution du comportement des PME-PMI a exercé un effet négatif sur la rentabilité des établissements de crédit faisant reposer davantage le revenu des banques sur *un écart de rémunération entre ressources et emplois du marché*.

De même, la diffusion de nouvelles techniques de couverture (contrats Matif, Monep, Swaps...), aujourd'hui très large auprès des directions financières des PME-PMI, représente pour ces entreprises un outil de gestion quotidien appréciable. Pour appréhender concrètement ces nouvelles techniques, nous avons opté pour la présentation de deux exemples inspirés de la gestion bancaire de deux contrats de couverture de risque en faveur de deux PME auvergnates (voir encadré). *La rémunération des banques dépend donc de plus en plus des conditions de marchandisation financière internationale, de leur capacité à gérer les risques inhérents aux fluctuations des variables financières et de leur capacité à utiliser à bon escient les nouvelles technologies de l'information et de la communication.*

En ce concerne la gestion de risque, la tendance actuelle des banques, qui sont dans leur quasi majorité confrontées à une diminution potentielle de leurs opérations, est d'élever le niveau de risque de leur portefeuille ; d'où la baisse du ratio fonds propres sur actifs des banques (voir *supra* l'étude de Furlog et Keeley). En ce qui concerne le facteur technologique, une enquête, menée auprès des banques européennes pendant la période 1995-1996³, a classé *la technologie comme le facteur ayant le plus d'influence sur la stratégie des établissements de crédit*. Dès lors, la concentration s'imposait à ces établissements pour dégager des gains de productivité et rationaliser les structures de leurs activités.

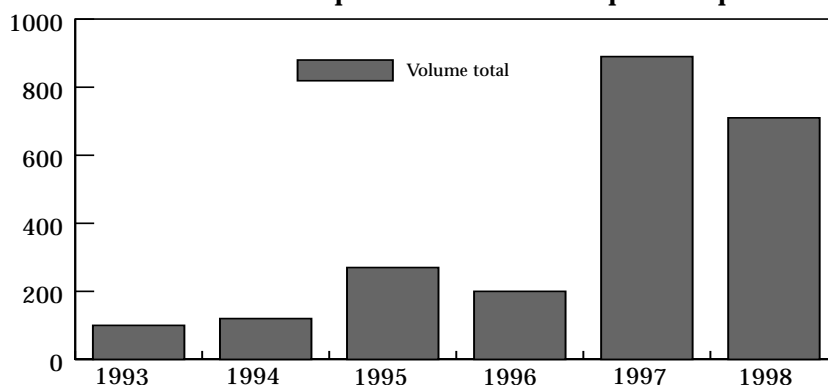
Cette concentration dans le secteur bancaire s'est poursuivie au cours des dix dernières années par une accentuation et une accélération des mouvements de restructuration, tant au niveau du réseau mutualiste et coopératif qu'au niveau des banques AFB.

Concentration mais aussi fusions-acquisitions et alliances qui représentent bien pour les banques le meilleur moyen de développer leurs

stratégies de croissance externe. Les exemples ne manquent pas : acquisition de la Banque Indosuez par le Crédit Agricole, achat de la Banque française du commerce extérieur par le Crédit National, rapprochement entre la Société Générale et Paribas, etc. L'avènement de l'euro, qui aiguise davantage la concurrence bancaire, a accéléré les opérations des fusions-acquisitions dont le nombre a fortement progressé pour atteindre une centaine en Europe au cours des années 1997 et 1998. La valeur de ces opérations a connu une évolution considérable, passant ainsi de 100 milliards de francs en 1993 à 710 milliards de francs en 1998 (voir graphique n° 7).

Certaines études économétriques⁴ ont montré l'existence d'une forte corrélation entre les opérations de fusions-acquisitions et certaines variables explicatives (notamment le coût du capital, l'indicateur boursier et le taux de pénétration). Ces opérations reflètent, entre autres, la préférence des banques pour une stratégie d'augmentation de la taille, par une croissance externe, afin de pouvoir gérer les contraintes actuelles de marchandisation financière internationale.

Graphique n° 7
Evolution des fusions-acquisitions dans les banques européennes



Source : Guy Adjiman « Les fusions et acquisitions modifient le paysage bancaire en Europe ». *Eclairages* n° 58, janvier 1999, pp.21-24.

Exemple d'un contrat Euribor 3 mois

Objectif : protection contre une variation des taux court terme.

Support du contrat Matif Euribor : le taux Euribor 3 mois

Principe : Le 20 mai le Matif Euribor 3 mois échéance août 99 cote 97,42.

Le taux implicite du taux 3 mois dans les 3 mois estimé par les opérateurs est : $100 - 97,42 = 2,58$ %. Une baisse des taux signifie une augmentation du prix du contrat, et vice versa.

Il y a donc une corrélation stricte entre les taux et les cours du contrat. L'acheteur d'un contrat Euribor se garantit contre une baisse ultérieure des taux en fixant sur le Matif Euribor le taux futur d'un placement. *A l'inverse le vendeur de contrat Matif Euribor se prémunit contre une hausse des taux.*

Exemple :

Le 20 mai 1999 une société A sait qu'elle devra emprunter 10 millions de francs sur 3 mois mi-août 1999.

* Cette société qui veut se couvrir dès le 15 mai contre une hausse des taux possible d'ici le 15 août, vend un contrat Euribor 3 mois le 15 mai. Cotation le 15 mai 1999 du contrat Euribor 3 mois échéance août : 97,42.

* A l'échéance du contrat août, l'Euribor 3 mois s'établit à 2,98 %. Le cours du contrat Euribor à (100 - 2,98) soit 97,02.

* L'acheteur du contrat règlera à la Société A le différentiel des taux, soit 0,4 % sur 3 mois pour 10 millions.

* La Société A lèvera les fonds sur le marché mi-août 1999 sur index Euribor 3 mois, mais encaissera le différentiel. *Le coût d'emprunt à 3 mois pour cette société est donc égal à : 2,98 % - 0,40 % = 2,58 %.*

Exemple de CAP

L'achat d'un CAP confère à son acheteur, moyennant le paiement d'une prime (à un vendeur) un taux fixe maximum appelé *taux plafond* pour un montant et une durée déterminés.

Cette technique permet à un emprunteur, qui souhaite s'endetter à un taux variable, de déterminer à l'avance le coût maximum de son financement tout en pouvant bénéficier d'une baisse éventuelle des taux d'intérêt. Cette technique est souvent utilisée pour la couverture de programme de billets de trésorerie de crédits spots renouvelables, ou encore de crédits moyen terme indexés sur des taux de marché.

Le 15 mai 1999, une Société B s'endette à taux variable (Euribor 12 mois) et achète à la Banque X *un CAP* sur 5 ans portant sur *50 millions de francs*.

Taux plafond : 4,50 %, taux de référence Euribor 12 mois.

Prime payée : 0,60 % l'an.

On comparera à chaque échéance le taux du CAP 3,50 % et le taux variable Euribor 12 mois (appelé taux de référence).

Si l'Euribor 12 mois est supérieur à 3,50 % (taux garanti), la Banque X (vendeur du CAP) verse à l'acheteur le différentiel de taux.

Si l'Euribor 12 mois est inférieur ou égal au taux garanti aucun versement n'intervient.



LES CAPACITÉS D'ADAPTATION/ANTICIPATION DES PME FRANÇAISES

S'il est généralement admis aujourd'hui que l'Etat et les Banques jouent un rôle déterminant dans la mise en œuvre des conditions nécessaires d'un financement compétitif, les anticipations des entreprises constituent souvent un facteur permissif ou restrictif de ce financement. Les anticipations des entreprises sont traditionnellement tributaires de leurs perspectives de rentabilité (ou de profitabilité) et, par conséquent, de l'évolution de l'offre et de la demande dans un marché concurrentiel international⁵. Leurs capacités d'anticiper dépendent principalement de leurs capacités d'adaptation aux nouvelles contraintes de compétitivité internationale⁶. Certes, parmi ces contraintes, celles relatives aux conditions de financement demeurent incontournables et déterminantes ; mais elles ne sont pas les seules. Les contraintes technologiques, organisationnelles, salariales, sociales et fiscales exercent simultanément des effets positifs ou négatifs importants sur la compétitivité des entreprises et influencent considérablement le sens de leurs anticipations. En fait, c'est la capacité des entreprises à s'adapter aux conditions de la concurrence internationale, dont la vivacité façonne en permanence la nature de ces contraintes, qui détermine finalement leurs capacités d'adaptation/anticipation. Cette approche met en valeur la capacité des entreprises exposées à la concurrence internationale à gérer l'ensemble des facteurs endogènes et exogènes qui déterminent un certain niveau de prix (*price competitiveness*) et de qualité (*no price competitiveness*) de leurs produits (voir annexe n° 1 : Pyramide de la compétitivité internationale).

Partant de cette approche, nous pouvons distinguer deux types de déterminants susceptibles d'influencer favorablement ou défavorablement les anticipations d'investissement/financement des PME françaises.

Les déterminants susceptibles d'exercer une influence positive sur les anticipations des PME

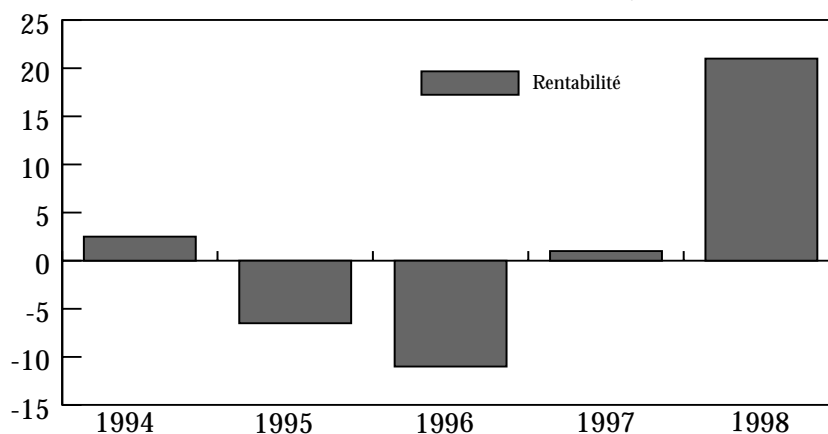
Trois facteurs principaux peuvent jouer un rôle positif dans l'évolution des anticipations des PME françaises : l'amélioration de leur rentabilité, de leur autonomie financière et la poursuite de la baisse du coût des crédits.

L'amélioration de la rentabilité des PME françaises, dont l'évolution s'est confirmée en 1998 (voir graphique n° 8), s'explique essentiellement par la diminution de la pression à la baisse sur les prix. Il est cependant évident de constater que ce relâchement de la pression concurrentielle, est le résultat d'un long processus de maîtrise des coûts et d'amélioration de la qualité des produits des entreprises françaises (voir graphique n° 1, Position concurrentielle de la France).

L'amélioration de la rentabilité peut inciter les PME françaises à accroître leur autonomie financière, grâce notamment à un important effort de désendettement auprès du secteur bancaire, et recourir à l'autofinancement dont le taux est actuellement anormalement bas en France (48 % en 1998) par rapport à la moyenne européenne (54 %).

Enfin, la baisse du coût des crédits, qui résulte de la réussite de la politique désinflationniste et de la baisse consécutive des taux d'intérêt nominaux (10 % en 1990, 5 % en moyenne en 1999), permet aux PME d'avoir les coudées franches pour recourir à nouveau au crédit et assurer un rattrapage nécessaire du retard d'investissement accumulé ces dernières années.

Graphique n° 8
Indicateur de rentabilité des PME françaises



Source : UFB-LOCABAIL, février 1999.

Les déterminants susceptibles d'exercer une influence négative sur les anticipations des PME

L'intensité de la concurrence, la récurrence des crises financières internationales et l'évolution défavorable de la relation euro/dollar, sont considérés actuellement comme les principaux déterminants susceptibles d'exercer une influence négative sur les anticipations des PME françaises.

En effet, dans un environnement économique caractérisé par la mondialisation non pas seulement des échanges mais aussi des procédés de fabrication et des technologies d'information et de communication, l'arrivée sur le marché de nouveaux concurrents plus compétitifs constitue une menace permanente pour les PME. Car leur grande flexibilité, qui constitue leur principale force, rencontre souvent des limites (no-

tamment réglementaires et sociales) quand il s'agit par exemple de faire face à la concurrence des pays asiatiques. Cette concurrence est de plus en plus acharnée, en raison de la globalisation financière, sur les marchés boursiers. La dernière étude sur le comportement des Français par rapport à la Bourse⁷, montre l'importance des placements en direct en 1997 dans certains pays européens (80 % en Italie, 71 % en Espagne, 35 % en Belgique, 32 % au Portugal et 24 % en Allemagne)⁷, alors que la part des actions dans les flux d'épargne des Français a reculé, cette même année, de 1 %. Selon cette étude, ce résultat s'expliquerait, d'une part, par l'attachement du citoyen français, certainement pour des raisons culturelles et fiscales, aux « charmes » de la rente et de la sécurité. Il s'expliquerait, d'autre part, par l'absence de fonds de pension français et des mesures économiques susceptibles de favoriser l'investissement direct en France. En attendant la mise en place de ces réformes, l'évolution du CAC 40, qui constitue un baromètre de la santé économique et un indicateur pour les anticipations des entreprises françaises, demeure tributaire des investisseurs étrangers dont la part dans la capitalisation boursière de la place de Paris est évaluée à 35 % en 1998.

La récurrence ces dix dernières années des crises financières internationales, notamment les crises financières asiatique, mexicaine et russe, a révélé des failles dans l'architecture financière internationale. Les principales causes de ces crises sont maintenant connues : *l'abondance de liquidités qui a favorisé les stratégies spéculatives à effet de levier, l'internationalisation de l'épargne et la redistribution des composantes-risque des positions*. La crise financière du 1^{er} septembre 1998, qui a entraîné une chute de près de 20 % de certains marchés européens (notamment Francfort, Madrid et Zurich), a mis en évidence la prépondérance de ce dernier facteur, compte tenu de l'importance des transferts de fonds interbancaire et la multiplication des opérations de titrisation. La crise financière asiatique a révélé, d'une part, des failles importantes dans la gestion des risques (celle-ci demeure quelque peu rudimentaire : les notations d'agence, par exemple), et s'est traduite, d'autre part, par une hausse de la prime de risque. Cette hausse pourrait réduire les capacités des dirigeants des entreprises financières à contrôler les risques dans un système financier marqué par l'interdépendance et la complexité des liens entre les marchés. Selon Madame Phillips, membre du conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, « l'adoption d'une culture d'entreprise ayant le risque comme élément central, du plus haut au plus bas niveau des ressources humaines de l'entreprise, représente le programme ultime d'assurance de qualité pour les clients mais aussi pour le système en général »⁸.

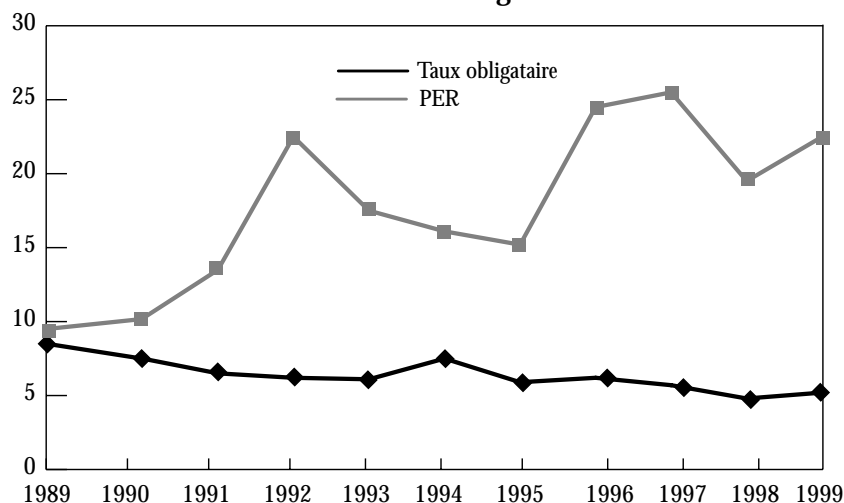
Ces failles dans la gestion des risques financiers et l'incapacité des dirigeants financiers à prévoir les crises financières, génèrent une fragilité

financière et une vulnérabilité des entreprises face à une baisse des prix des titres ou une baisse importante des importations des pays touchés par ces crises financières.

Enfin, les anticipations des entreprises françaises peuvent être influencées par une évolution défavorable du taux de change de l'euro par rapport au dollar américain. Une baisse importante de la valeur de l'euro par rapport au dollar, comme c'est le cas actuellement (1 euro = 1,03 dollar le 6/05/99, contre 1,17 dollar le 1/01/99), pourrait entraîner une augmentation des taux longs et décourager les efforts d'investissement correspondants. En effet, les derniers résultats boursiers mettent en évidence une augmentation significative des rendements du Trésor à trente ans (5,84 %, la dernière semaine de mai). Il est donc très plausible qu'une hausse des taux obligataires exerce un effet mécanique sur les actions, sachant que le jeu de la compétition entre les placements joue traditionnellement entre les actions et les obligations. Le graphique n° 9 montre effectivement que, sur une longue période, les taux de capitalisation des bénéfices (PER) sont fonction des taux obligataires aux Etats-Unis. L'évolution, actuellement défavorable de l'euro par rapport au dollar, ne doit pas cependant occulter les nombreux avantages de l'intégration de l'euro dans le processus des décisions d'investissement améliorant la compétitivité des entreprises européennes (stabilité monétaire, baisse des taux d'intérêt, suppression des frais de reconversion, élargissement des marchés de l'entreprise du fait de la transparence des prix, etc.)⁹.

223

Graphique n° 9
Evolution du PER et du taux obligataire aux Etats-Unis



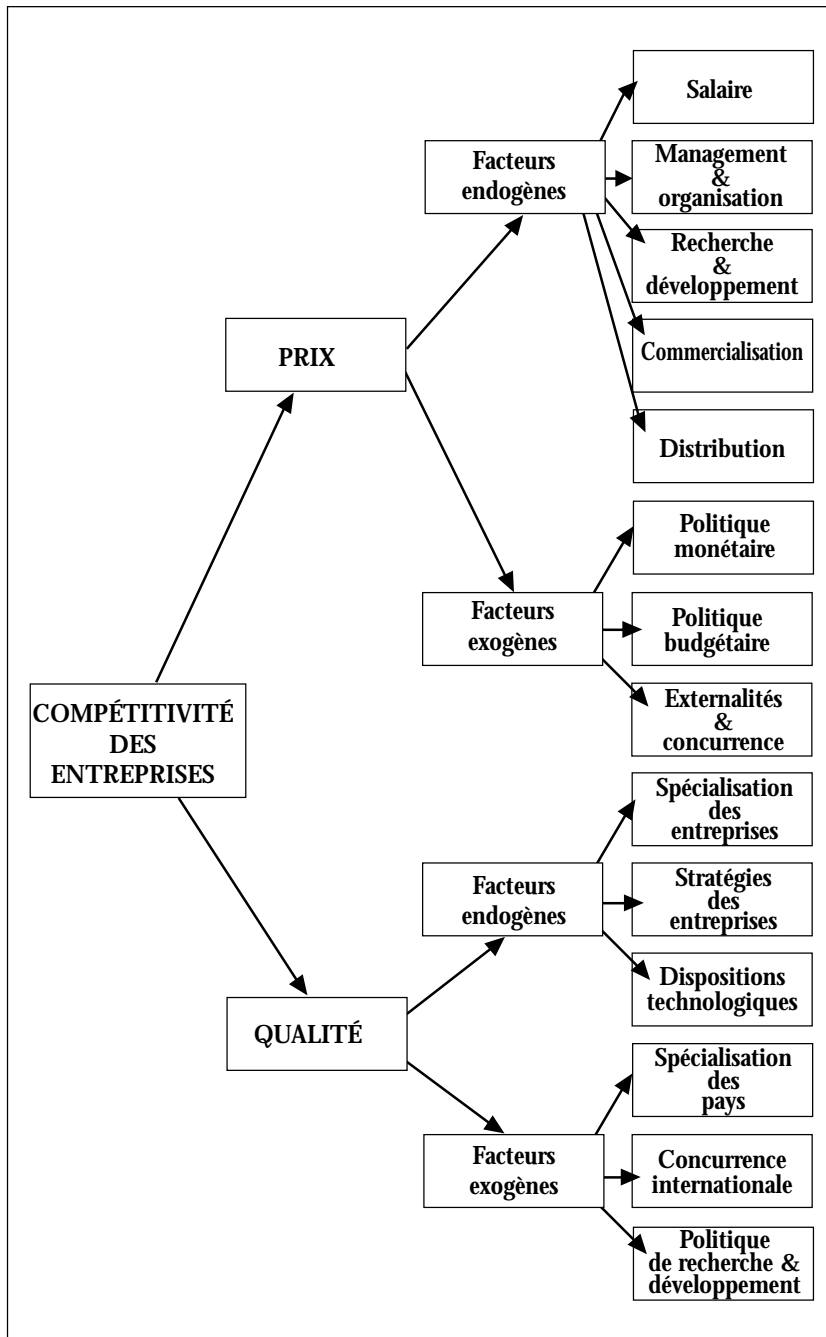
Source : JDF, 29 mai 1999.

Nous pouvons donc mesurer combien les mutations, intervenues depuis le début des années 80 dans les déterminants du financement des PME françaises, ont été profondes. L'amélioration constatée depuis le début des années 90, aussi bien au niveau de la situation financière des PME qu'au niveau de la compétitivité globale de leurs produits, nous autorise à penser que les autorités monétaires et financières françaises ont bien réussi leur pari : *créer les conditions nécessaires d'un financement compétitif*. La recherche active des conditions financières optimales, calquées sur le marché pour une minimisation du coût de l'endettement et l'utilisation des différentes techniques de couverture, demeureront des évolutions quasi irréversibles. Nous sommes persuadés que les banques resteront, de part leur rôle primordial dans l'animation des marchés de capitaux, les acteurs majeurs du financement des entreprises, tout en œuvrant pour valoriser l'évolution du cadre de leur activité.

La réussite de ce pari reste cependant tributaire des nouveaux déterminants du financement international (marchésation des conditions de financement et de couverture des risques), et des capacités d'adaptation/anticipation des PME françaises aux fluctuations conjoncturelles des variables financières et aux crises périodiques et imprévisibles du système financier international.

Finalement, l'intensification des échanges internationaux et l'émergence des nouveaux pôles de développement feront que, plus que jamais, capacité d'anticipation, forte réactivité, rapidité d'adaptation seront les atouts majeurs et décisifs pour l'avenir des PME françaises dans la compétition internationale.

ANNEXE
PYRAMIDE DE LA COMPÉTITIVITÉ INTERNATIONALE



NOTES

1. Une introduction à l'étude de la rentabilité des établissements de crédit en France. *Revue d'économie financière*, 1998, p.147-175.
2. Capital Régulation and BankRisk-Taking A note. *Journal of Banking Finance*, décembre 1989, p.883-891.
3. Cette enquête a été réalisée dans le cadre d'une évaluation du projet « Europe 1992 » ; Cf. « Réorganisation et nouveaux métiers : L'inexorable restructuration des banques européennes ». *Problèmes Économiques* du 19 mai 1999, pp.3-10.
4. Dery, A. : « Fusions-acquisitions : A quelles logiques obéissent-elles ? ». *Problèmes économiques* n° 2 618, 26 mai 1999, pp.5-10.
5. Une enquête de conjoncture de la Banque du Développement des PME, portant sur les déterminants d'investissement des PME-PMI françaises en 1998, a permis d'obtenir le classement suivant :
 - 47 % des chefs d'entreprise rattachent leur décision d'investissement aux perspectives d'augmentation des bénéfices,
 - 40 % à l'augmentation des commandes,
 - 31 % à l'aide fiscale,
 - 19 % à la baisse des taux d'intérêt.
 Source : Conjoncture/Perspectives : Marchés des Entreprises. Caisse d'Épargne, janvier - février 1999.
6. La compétitivité internationale est considérée actuellement comme une question de disposition-organisation, aussi bien au niveau des entreprises qu'au niveau des États-Nations. La prise en compte de cette exigence suppose une optimisation des avantages compétitifs des entreprises exposées à la concurrence internationale, aussi bien au niveau de leurs moyens (dispositions financières, technologiques et humaines) qu'au niveau de leurs capacités organisationnelles mondiales (stratégie d'adaptation-organisation). Pour une analyse approfondie de cette notion, cf. Alaoui, A. (1992) : « Financement et compétitivité économique ». Thèse d'État, Faculté des Sciences Économiques et Sociales, Rabat (603 p.).
7. Le *Journal des Finances*, 15 mai 1999, p.3.
8. Conférence de Chicago : « Asset/Liability an Treasury Management Conference ». Banque Administrative Institute, Chicago, 4 novembre 1997.
9. Pour plus de détails, cf. Alaoui, A. (1999) : « L'euro : un instrument de compétitivité des entreprises françaises ». CEDIMES-Paris, 25 p.

BIBLIOGRAPHIE

- ALAOUI, A. (1992) : « Financement et compétitivité économique ». Thèse d'État, Faculté des Sciences économiques et sociales, Rabat (603 p.).
- ALAOUI, A. (1995) : « Le système financier marocain face aux exigences de la concurrence internationale ». Publié dans *Nouvelles approches des systèmes de concurrence*, CEDIMES-Paris, pp.211-236.
- ALAOUI, A. (1998) : « L'euro : un instrument de compétitivité des entreprises françaises », CEDIMES-Paris, 25 p.
- DERY, A. (1999) : « Fusions-acquisitions : A quelles logiques obéissent-elles ? », *Problèmes économiques* n° 2 618, 26 mai, pp.5-10.
- JACOUD, G. (1999) : *Le système bancaire français*, Armond Colin.
- KERTUDO, J. (1998) : « Les marchés financiers internationaux après la tourmente asiatique », *Banquen*°593, juin 1998, pp.49-51.
- PHILLIPS, (1997) : « Asset/Liability an Treasury Management Conference », Banque Administrative Institute, Chicago, 4 novembre.
- TEULON, F. (1997) : *Les marchés de capitaux*, Seuil.