

**ASSISES DE L'INVESTISSEMENT
DIAGNOSTIC**



SYNTHESE

L'insuffisance de l'investissement des entreprises, tant en volume qu'en productivité, fait peser des menaces sur la compétitivité de l'économie française.

L'investissement des entreprises est au point mort à mi-2014. Il reste encore nettement en deçà de son niveau d'avant-crise. Les perspectives à court terme de redressement sont modestes compte tenu de la faiblesse de la demande sur le marché national et sur les marchés extérieurs. Par ailleurs l'appareil productif est encore à l'heure actuelle en surcapacité, limitant le potentiel de rebond des dépenses d'investissement.

Mais les interrogations sur l'investissement des entreprises concernent autant son niveau global que sa qualité. Les entreprises françaises font face à une contraction de leurs marges depuis le début de la crise, et même depuis le début de la précédente décennie pour l'industrie, notamment en raison d'une compétitivité en déclin. Or, l'analyse du comportement des entreprises depuis le début des années 2000 montre que l'effort global d'investissement a pourtant été soutenu avant la crise. Cet apparent paradoxe pose la question de la qualité de l'investissement, comme le soulève l'Observatoire du financement des entreprises dans son rapport de janvier 2014. Cette insuffisance de qualité, peut être mise en regard de différents indicateurs d'innovation (dépenses de R&D, Innovation Union Scoreboard de la Commission européenne ...) qui place la France en deçà des pays les plus performants en Europe (Allemagne, pays nordiques).

Cette situation, tant sur le niveau d'investissement, que sur sa productivité, fait peser des menaces sur le potentiel de croissance de l'économie française, du fait du ralentissement de la modernisation de son tissu productif. Le CAE s'apprêterait à remettre au Premier Ministre un rapport soulignant ce risque¹.

La question de la relance de l'investissement est ainsi tout autant affaire de quantité que de qualité, afin que celui-ci soit véritablement au service d'un redressement de la productivité et de la compétitivité.

Une absence apparente de contrainte à court terme sur l'investissement des entreprises du côté du crédit, mais qui n'exclue pas l'apparition de difficultés en cas de reprise soutenue.

Le financement bancaire semble à l'heure actuelle en capacité d'assurer le financement des équipements productifs classiques, la déprime du marché du crédit n'apparaissant pas alimentée par un durcissement de l'offre du crédit bancaire, mais bien par une insuffisance de la demande d'investissement de la part des entreprises. On ne saurait pour autant exclure, qu'en cas de reprise de celle-ci, le secteur bancaire ne se retrouve pas dans l'obligation, pour des raisons de contraintes prudentielles notamment, à devoir limiter sa distribution de crédit, l'empêchant ainsi de servir le surcroît de demande. Une telle situation jouerait un rôle contracyclique néfaste en période de reprise, à un moment où au contraire la politique de financement devrait dans l'idéal être aussi accommodante que possible.

Par ailleurs, l'accès aux fonds propres reste déterminant pour assurer le développement des entreprises les plus performantes et innovantes.

De ce fait un des enjeux immédiats est à une meilleure orientation de l'épargne. En effet, d'une part l'accès aux fonds propres externes pour les jeunes entreprises innovantes est le fait quasi-exclusivement de la puissance publique à l'heure actuelle, et d'autre part, les dispositifs d'orientation de l'épargne des ménages (PEA-PME, fonds fiscaux) pourraient être améliorés.

¹ *Le Monde*, 2/09/2014.



A moyen terme, compte tenu des risques soulignés tant du côté de l'offre bancaire en cas de reprise, que du côté du financement de l'innovation et des fonds propres, un objectif serait donc d'assurer l'existence et le développement de canaux de financement diversifiés, notamment pour les PME. Ces canaux et nouveaux outils devront en particulier s'attacher au financement des investissements les plus productifs pour renforcer la compétitivité des entreprises et le potentiel de croissance de l'économie.

*

Au-delà de la mise en place de nouveaux outils et d'un environnement favorables à l'investissement, il est nécessaire de rappeler que la reprise de l'investissement suppose également une modification du comportement des chefs d'entreprises, jusqu'ici très attentistes et pour qui l'accumulation de liquidités est souvent la règle. Les leviers pour peser sur les choix et stratégies adoptés par les entrepreneurs, notamment par rapport à la prise de risque ou à leur degré de confiance dans la stabilité de leur environnement, ne doivent pas être négligés.



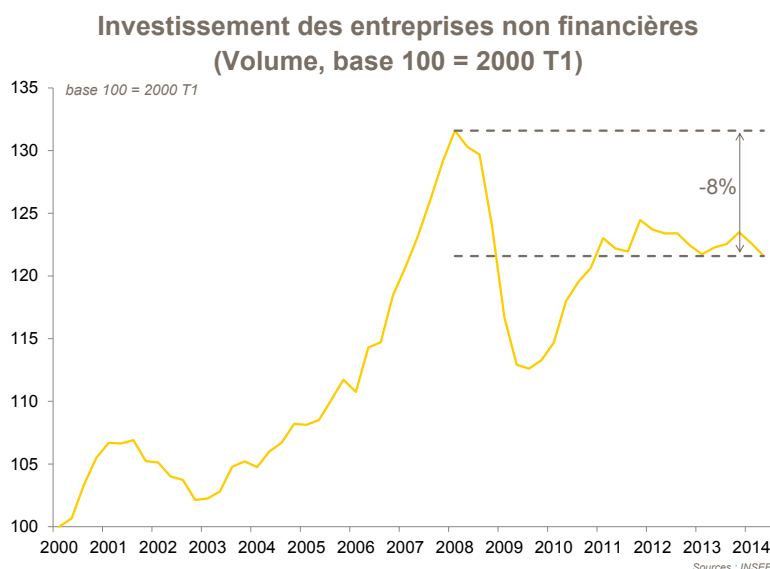
Sommaire

1. Investissement des entreprises : une dynamique à réamorcer au soutien de la compétitivité et de l'innovation	5
1.1. LES PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT A COURT TERME RESTENT FAIBLES, DANS UN CONTEXTE DE DEMANDE ATONE	5
1.2. L'INVESTISSEMENT DOIT SERVIR DES STRATEGIES PLUS PERFORMANTES	8
1.3. UN EFFORT ENCORE PERFECTIBLE EN MATIERE D'INNOVATION	10
2. Le financement doit se mobiliser pour accompagner les stratégies de croissance et d'innovation à court terme, favoriser un accès fluide et diversifié à moyen terme	11
2.1. LA DEPRIME DU MARCHE DU CREDIT EST LIEE AUX CONDITIONS ACTUELLES DE DEMANDE	12
2.2. A MOYEN TERME, IL S'AGIT DE S'ASSURER QUE LE SECTEUR BANCAIRE SOIT EN MESURE D'ACCOMPAGNER LA REPRISE	13
2.3. LE FINANCEMENT EN FONDS PROPRES EST DETERMINANT POUR ACCOMPAGNER LES STRATEGIES DE CROISSANCE, DE COMPETITIVITE ET D'INNOVATION DES ENTREPRISES	15
2.3.1. LE FINANCEMENT DE L'IMMATERIEL FACE A LA BAISSSE DE L'AUTOFINANCEMENT	15
2.3.2. UNE MEILLEURE ORIENTATION DE L'EPARGNE VERS LE NON COTE ET NOTAMMENT LE CAPITAL-INNOVATION	15

1. INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES : UNE DYNAMIQUE A REAMORCER AU SOUTIEN DE LA COMPETITIVITE ET DE L'INNOVATION

1.1. LES PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT A COURT TERME RESTENT FAIBLES, DANS UN CONTEXTE DE DEMANDE ATONE

Les dépenses d'investissement des entreprises ont fortement chuté depuis le début de la crise et ne se sont depuis que partiellement redressées. L'investissement des entreprises non financières françaises a replongé début 2014 (-1,5% en cumulé sur le premier semestre) après s'être légèrement redressé au deuxième semestre 2013. Il se maintient à un niveau 8% inférieur à son pic pré-crise (T1 2008). Cette atonie de l'investissement se retrouve également dans l'ensemble des pays européens, à des degrés divers.



Investissement productif par type d'actif, en volume

	matériel de transport		machine et équipement (hors mat. transp.)	
	2013/2012	2013/2008	2013/2012	2013/2008
Allemagne	-1,2%*	-20,3%*	-3,0%*	-11,1%*
France	-2,9%	-14,0%	-0,1%	-7,0%
Espagne	8,5%	-24,8%	-0,1%	-14,7%
Italie	13,1%	-21,1%	-6,2%	-22,0%
Pays-Bas	-11,0%	-22,4%	-2,5%	-11,4%
Royaume-Uni	17,9%	-41,0%	-1,5%	-17,0%

Source : Eurostat, Destatis

*Sur la base de la dernière révision des comptes trimestriels

Cette situation témoigne de l'absence de ressorts significatifs en France et en Europe à l'heure actuelle, toujours pénalisée par une demande extrêmement faible. Si la demande mondiale a redémarré quelque peu, le rythme de croissance des économies émergentes ne pourra pas contribuer autant que lors des années pré-crise.

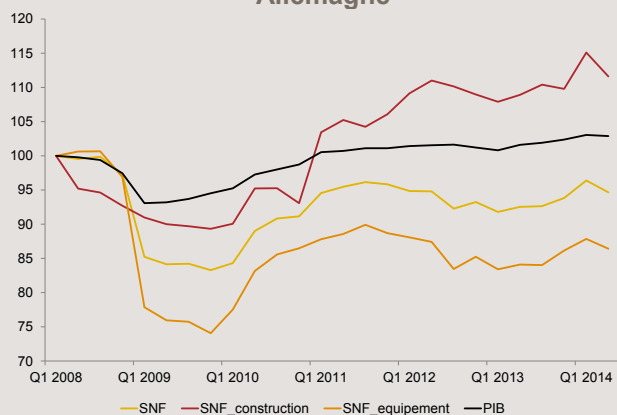
Du côté de la demande intérieure, la persistance d'un taux de chômage élevé (hors Allemagne), la poursuite des efforts de consolidation budgétaire sont autant de facteurs limitant à un redressement rapide de la demande.



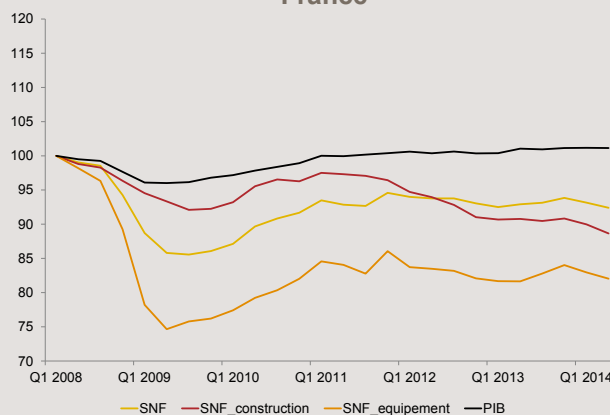
La problématique de l'investissement en Allemagne

Alors que l'activité s'est redressée plus rapidement que dans les autres économies européennes, avec un tissu productif sain et performant à l'export, l'Allemagne n'apparaît pas mieux performer en matière d'investissement que le tissu productif français. Au total, entre début 2008 et mi-2014, la croissance cumulée de l'investissement des entreprises en Allemagne (euros constants) a été inférieure d'environ -8% à celle de l'activité (de -9% en France). D'ailleurs, même dans le secteur manufacturier, l'investissement n'a pas été plus dynamique en Allemagne qu'en France entre 2007 et 2012².

PIB et investissement des entreprises, volumes (base 100 = 2008 T1)



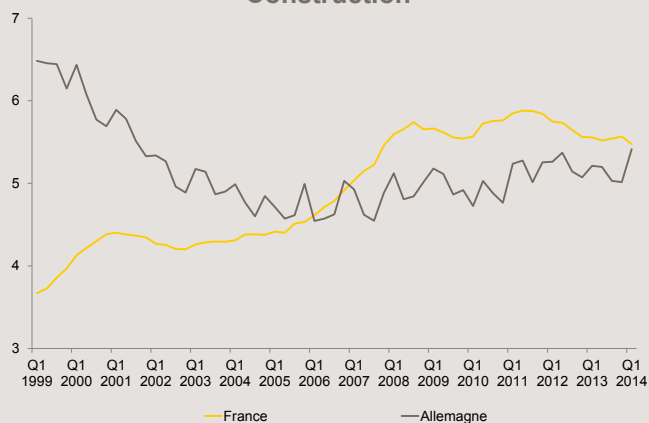
Source : Destatis, calculs Bpifrance



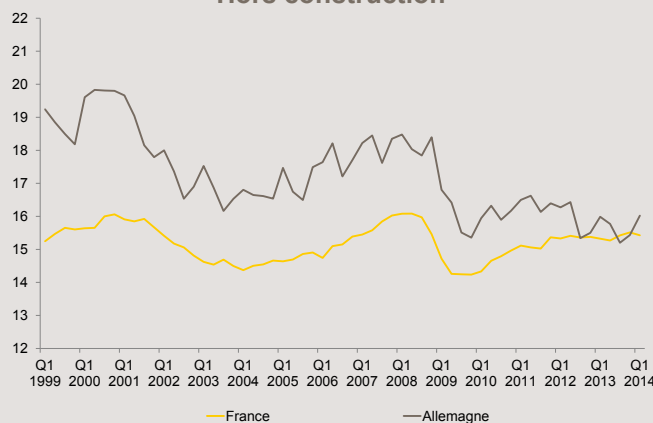
Source : INSEE

Sur plus longue période, le taux d'investissement en Allemagne a globalement reculé depuis la fin des années 90 quand il progressait en France sur la même période.

Taux d'investissement des sociétés non financières (investissement/valeur ajoutée, valeur, en %)



Source : Destatis, INSEE



Source : Destatis, INSEE

Remarque : la lecture des écarts en niveau est délicate en raison de l'absence d'harmonisation du champ étudié (Sociétés Non Financières en Allemagne, SNF + entreprises individuelles en France) et également des différentes compositions sectorielles des deux économies

² France Stratégie, Note d'analyse n°16, « Y a-t-il un retard d'investissement en France et en Europe depuis 2007 ? », septembre 2014.



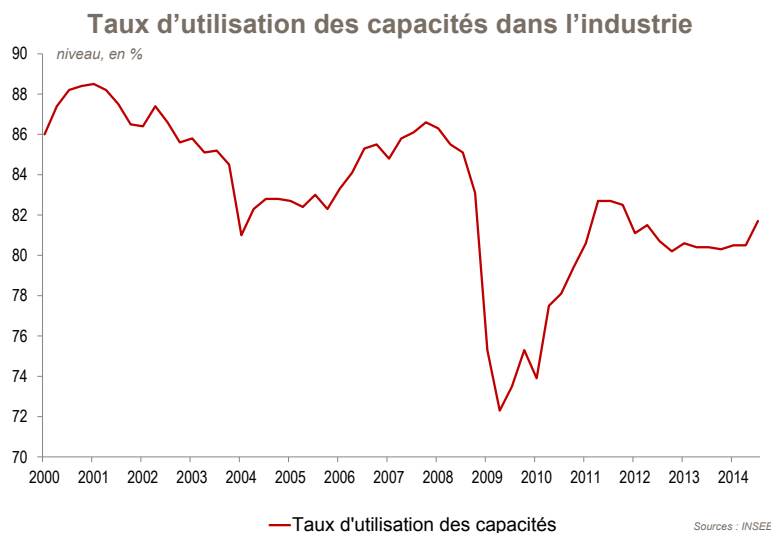
Ce constat paradoxal peut trouver plusieurs pistes d'explications :

- la modération salariale qui a pu pousser les entreprises allemandes à substituer du travail au capital sur les dix dernières années ;
- en corollaire, la faiblesse de la demande intérieure qui a pu rendre moins attractif le marché allemand, pour les entreprises nationales comme pour les investissements directs étrangers. En conséquence, la tendance chez les entreprises allemandes paraît davantage être à une accumulation de trésorerie ;
- un sous-investissement public chronique qui réduit l'attractivité du territoire et impacte négativement l'investissement privé. L'investissement public réalisé en Allemagne ne couvre d'ailleurs plus le rythme de dépréciation du stock de capital depuis 2004 ;
- de manière conjoncturelle, la demande européenne, principal débouché des entreprises allemandes qui porte toujours les stigmates de la crise : tant que les fortes incertitudes liées au redressement des marchés européens persistent, et les derniers chiffres conjoncturels décevants du troisième trimestre sont là pour le confirmer, il est difficile d'imaginer un rebond vigoureux de l'investissement.

Au total, plusieurs études convergent vers la réalité d'un investissement inférieur à son potentiel en Allemagne³.

Du côté des conditions financières, s'il n'apparaît pas y avoir de contraintes majeures sur l'accès au crédit des entreprises à l'heure actuelle en France (cf partie 2), la baisse du taux de marge des entreprises depuis le début de la crise contraint les capacités d'autofinancement des entreprises.

Enfin, le taux d'utilisation des capacités est par ailleurs toujours inférieur en France à son niveau de long terme, ce qui limite la possibilité d'un rebond significatif des dépenses d'investissement à court terme.



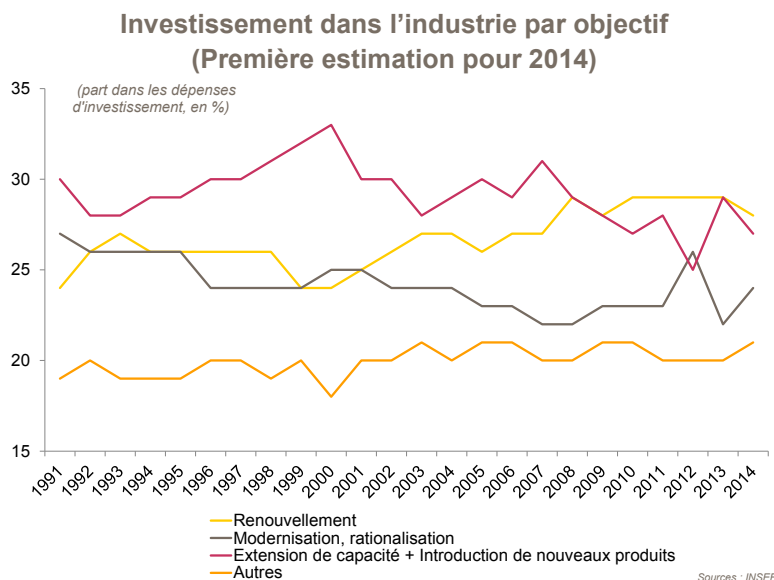
Il est possible néanmoins que ce taux d'utilisation ne soit pas une barrière à un redressement de l'investissement. En effet, selon une étude de l'INSEE parue fin 2013, l'analyse des précédentes crises montre que ce taux d'utilisation des capacités peut souvent se révéler « suiveur » en sortie de crise⁴.

³ INSEE, « En France, l'investissement des entreprises repartira-t-il en 2014 ? », décembre 2013. L'estimation de l'INSEE ferait état d'un sous-investissement fin 2013 en machines et équipement de l'ordre de 15%. L'étude de 2014 de DIW pointe quant à elle un sous-investissement global en Allemagne (public et privé) de l'ordre de 3 points de PIB en moyenne entre 1999 et 2012 (incluant l'investissement public et privé, dont l'investissement résidentiel).

⁴ Il est possible que la crise induise une réallocation vers les secteurs/entreprises les plus productives et avec les meilleures perspectives. Dès lors, un faible taux d'utilisation des capacités peut-être le reflet de ce processus de réallocation (les firmes ayant un faible taux d'utilisation des capacités disparaissant progressivement).



Pour l'heure, l'investissement progresse au rythme du besoin de renouvellement des équipements, qui est devenu le principal motif de dépenses chez les industriels depuis 2009. Le faible rythme d'accumulation du capital fait d'ailleurs peser une menace sur la croissance potentielle de l'économie (point abordé dans la partie suivante).



Les perspectives en matière d'investissement restent en conséquence très mesurées pour les prochaines années selon les prévisionnistes. L'INSEE dans sa dernière note de conjoncture du mois de juillet tablait sur une reprise de +0,7% de l'investissement en 2014 après la baisse de -0,6% enregistrée en 2013. Mais avec un nouveau recul de l'investissement au T2 2014 (-0,8% en variation trimestrielle), l'acquis de croissance pour 2014 est négatif (-0,5%). Le FMI dans son récent article IV pour la France voit également un rebond modeste de l'investissement en 2014 (avant chiffres décevants du T2 2014), avant un redémarrage plus net en 2015, sous hypothèse de conditions financières toujours extrêmement accommodantes.

1.2. L'INVESTISSEMENT DOIT SERVIR DES STRATEGIES PLUS PERFORMANTES

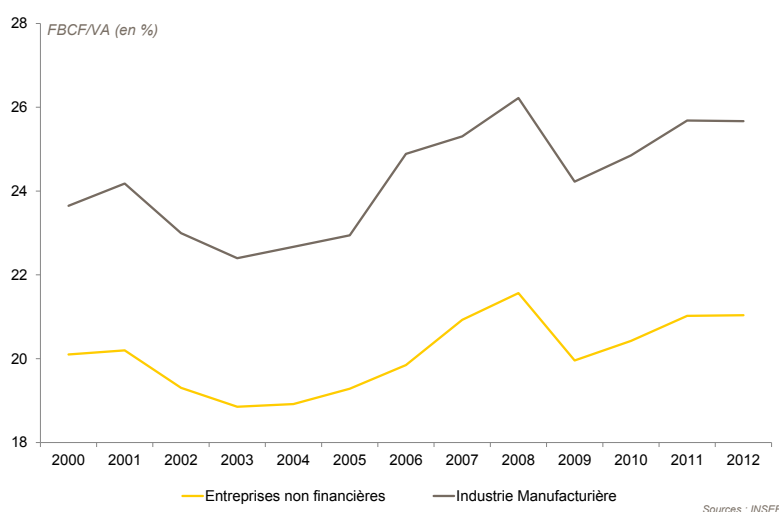
Les marges des entreprises ont atteint en 2013 leur plus bas niveau depuis 1985. Si la baisse des marges est surtout visible depuis le début de la crise, l'érosion est plus ancienne dans le secteur industriel. La faible compétitivité, notamment hors prix, de l'appareil industriel est souvent mise en cause pour expliquer ce phénomène.

Or cette érosion s'est réalisée dans un contexte d'effort d'investissement relativement élevé (notamment avant la crise), si on compare cet effort à la valeur ajoutée des entreprises. L'analyse de l'Observatoire du financement des entreprises de janvier 2014 montre en effet que le taux d'investissement des entreprises a régulièrement progressé sur la dernière décennie, notamment dans l'industrie. Il s'est maintenu jusqu'en 2013 à un niveau élevé, proche de son pic de 2008⁵.

⁵ L'écart du niveau actuel du taux d'investissement à son niveau pré-crise est donc moins important que celui sur l'investissement en volume. En effet, ce dernier, comme mentionné plus haut est inférieur de 8% à son niveau de début 2008 alors que la valeur ajoutée des entreprises (en volume) a quasiment retrouvé son niveau d'avant crise. Or, à la baisse constatée sur le taux d'investissement (en valeur) s'ajoute une hausse des prix relatifs de l'investissement sur la période. Ces derniers, portés notamment par les prix de l'investissement en construction (+11% sur la période), ont progressé plus rapidement que les prix de valeur ajoutée des entreprises (+6,2% contre +3,0%). Cette hausse plus rapide des prix de l'investissement en construction a fortement contribué à la hausse du taux d'investissement global des entreprises sur la dernière décennie.



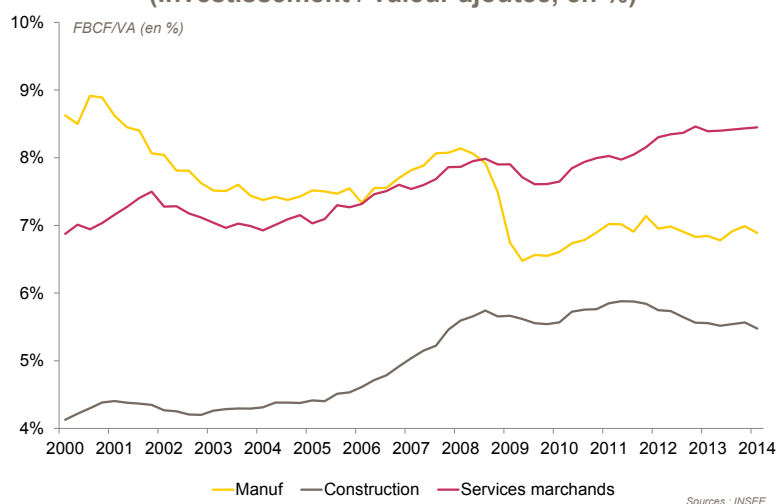
Taux d'investissement des entreprises non financières (Investissement / valeur ajoutée, en %)



L'Observatoire du financement des entreprises avance ainsi la thèse d'un investissement insuffisamment « productif », à savoir un investissement en apparence suffisant en niveau mais non suffisant pour stopper l'érosion des marges et les pertes de parts de marché à l'exportation, et réaliser des gains de productivité.

Une des pistes d'explication de cet apparent paradoxe est la part grandissante prise par l'investissement en construction, porté par une forte hausse des prix relatifs de l'immobilier. A l'inverse, le taux d'investissement hors construction a plutôt stagné et se trouve inférieur au taux italien et allemand. Même si ces écarts peuvent traduire une différence de structure du tissu productif, il n'en demeure pas moins que cette thèse développée par l'Observatoire du financement des entreprises a bien mis en évidence la nécessité de se soucier de la qualité des investissements.

Taux d'investissement des entreprises non financières par produits (Investissement / valeur ajoutée, en %)



Au total, d'après cette analyse, il s'avère que la taille du bilan des entreprises a fortement progressé, sensiblement plus rapidement que la valeur ajoutée dégagée et les capacités de production ont stagné. La rentabilité des investissements s'est donc dégradée.

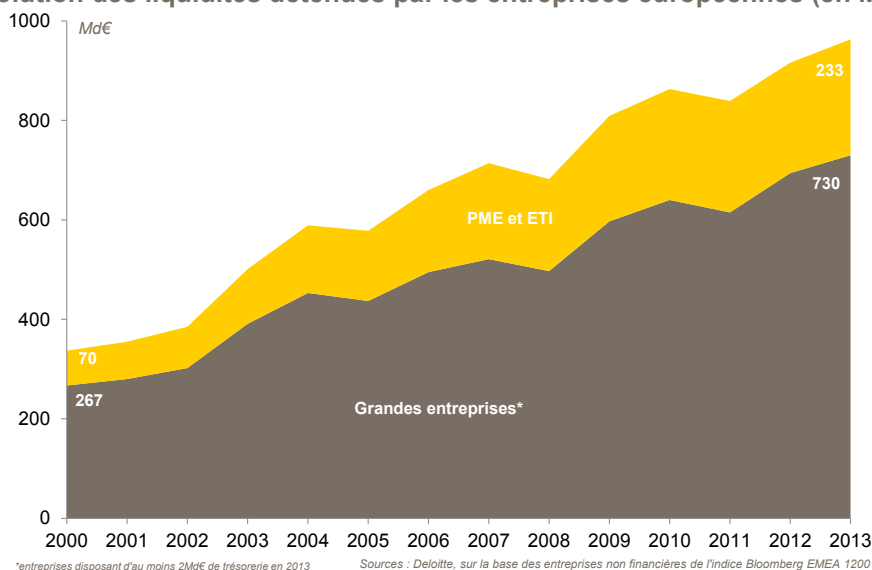
D'ailleurs, cet investissement s'est réalisé grâce à un recours important à l'endettement sur la période, permis notamment par la baisse du coût du crédit. Dans le même temps, les entreprises, y compris et même surtout les



PME, ont eu tendance à accumuler de la trésorerie, dont la part dans le bilan est allée en grandissant⁶. On peut y trouver là encore une illustration du comportement plutôt défensif des entreprises, accumulant des réserves par rapport à une éventuelle crise de liquidité plutôt qu'en vue de futurs investissements⁷.

Cette accumulation de trésorerie s'est poursuivie malgré la crise⁸, illustration de l'écart grandissant entre une abondance de liquidité et des opportunités d'investissements encore trop faibles en l'absence de signaux fermes sur un rebond de la demande.

Evolution des liquidités détenues par les entreprises européennes (en Md€)



La problématique à l'heure actuelle pour les entreprises, et pour l'économie française, semble donc être autant un saut quantitatif que qualitatif de l'investissement, qui en tout état de cause, ne se réalisera pour ce dernier qu'avec des conditions de demande beaucoup plus fermes. Du saut qualitatif dépend notamment le maintien de la compétitivité des entreprises, et de gains de productivité suffisant pour préserver le niveau de croissance potentielle⁹.

1.3. UN EFFORT ENCORE PERFECTIBLE EN MATIERE D'INNOVATION

Plusieurs indicateurs tendent à montrer que les efforts des entreprises en matière d'investissement immatériel sont encore largement perfectibles.

Fortement soutenu par le crédit impôt recherche, les dépenses de R&D progressent régulièrement mais restent globalement inférieures à l'effort d'investissement réalisé en Allemagne ou dans les pays nordiques. La part des dépenses de R&D dans le PIB français était de 2,2% en 2013, contre 3,0% en Allemagne. Atteindre un niveau de 3%, objectif européen, représenterait donc un effort supplémentaire de 17 Md€. Parmi ces 17 Md€, un effort supplémentaire de 10 Md€ par les entreprises rapprocherait l'effort de R&D du tissu productif français du niveau allemand ou américain¹⁰.

⁶ Selon la Banque de France, la trésorerie moyenne des PME est passée de 40 jours de chiffre d'affaires en 2001 à 61 jours en 2010. Elle s'est stabilisée depuis (58 jours en 2013 selon les premiers résultats provisoires).

⁷ Cf. « Les PME françaises : rentables mais peu dynamiques ? », Picart, document de travail de l'INSEE, 2008.

⁸ Cf. « Cash to growth », Deloitte, Septembre 2014. Le volume de trésorerie accumulé au sein des moyennes et grandes entreprises européennes y sont estimées à près de 1 000 Md€ en 2013.

⁹ Cf. rapport à paraître du CAE mentionné en introduction.

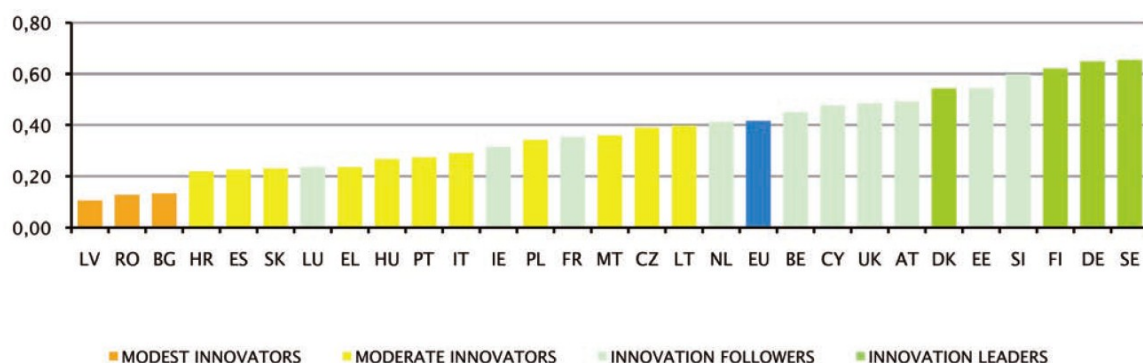
¹⁰ Selon les données d'Eurostat, la part des dépenses de R&D des entreprises françaises représentait en 2012 environ 1,5% de PIB en 2012 contre environ 2,0% en Allemagne et aux Etats-Unis.



En matière d'innovation, l'état des lieux dressé par la Commission européenne¹¹ montre que la situation en France est encore largement perfectible, notamment du côté de l'effort d'innovation des entreprises.

L'indicateur synthétique de performance des entreprises en matière d'innovation de la Commission situe la France en deçà de la moyenne européenne, avec notamment des faiblesses en innovation non technologique et dans le développement des actifs immatériels (brevets, marque, design).

Figure 8: Member States' performance in Firm investments



Source : Commission européenne, Innovation Union Scoreboard 2014

Par ailleurs, d'autres indicateurs tendent à montrer un relatif retard du tissu productif français en matière de numérique¹², de robotisation.

2. LE FINANCEMENT DOIT SE MOBILISER POUR ACCOMPAGNER LES STRATEGIES DE CROISSANCE ET D'INNOVATION A COURT TERME, FAVORISER UN ACCES FLUIDE ET DIVERSIFIE A MOYEN TERME

L'effort d'investissement à mener dans les années à venir renvoie aussi bien à une restauration rapide des capacités de production que d'une amélioration de la compétitivité des produits. Les problématiques des entreprises en matière d'investissement sont donc autant qualitatives que quantitatives.

Ce redémarrage de l'investissement, qui risque en tout état de cause d'être modeste à court terme, doit être accompagné par un financement adéquat, notamment afin d'accompagner les stratégies les plus performantes des entreprises (investissement immatériel, développement des entreprises à fort potentiel de croissance).

A moyen terme, dans un régime de croissance plus favorable, il s'agit également de s'assurer que le financement de l'économie continue de bien s'assurer vers les investissements de long terme à destination des entreprises. Cela passe par des canaux de financement plus diversifiés, notamment pour les PME.

¹¹ Innovation Union Scoreboard 2014.

¹² Une étude de l'INSEE (INSEE Première n°1495) montre que 20% des entreprises françaises de plus de 10 salariés utilisaient les réseaux sociaux (utilisés pour promouvoir et développer l'image ou les produits, renforcer l'interaction avec les clients et partenaires) contre 30% en moyenne au niveau européen.

Par ailleurs, selon l'INSEE Première n°1491, au sein des entreprises françaises, les TPE apparaissent nettement en retard en matière de diffusion des technologies numériques. Cela se matérialise autant dans les processus de vente que d'organisation et de gestion des entreprises. Selon l'étude, 75% des TPE utilisent un ordinateur (100% pour le reste des entreprises). Par ailleurs, seules 5% réalisent des ventes en ligne (11% pour les entreprises de plus de 10 salariés). Enfin, un tiers d'entre elles ont réalisé une démarche administrative totalement dématérialisée contre 90% des entreprises de plus de 10 salariés.

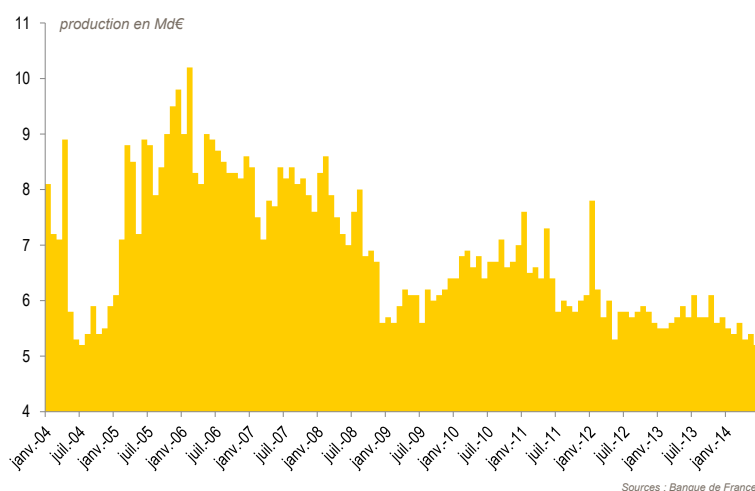


2.1. LA DEPRIME DU MARCHÉ DU CRÉDIT EST LIÉE AUX CONDITIONS ACTUELLES DE DEMANDE

Dans le contexte actuel de faible demande et en l'absence de redémarrage soutenu de l'investissement, la production de crédits nouveaux se maintient à des niveaux très faibles.

En données corrigées des variations saisonnières, la production de crédit aux PME (approximée par les crédits de moins de 1 M€) s'est inscrite à 5,4 Md€ en moyenne par mois début 2014, soit toujours 35% inférieur au plus haut atteint les années précédant la crise (8,3 Md€ par mois en moyenne sur 2006-2007), soit un déficit annuel de l'ordre de 36Md€.

PME, production de crédits nouveaux
(flux bruts de crédit de moins de 1 M€, cvs-cjo, en Md€)



Il n'est pas possible de distinguer dans ces évolutions de production de crédit nouveau aux PME ce qui relève des crédits à l'investissement de ce qui relève des crédits de trésorerie¹³.

Le récent rapport de l'Observatoire de l'Épargne réglementée fait état d'une production de crédit aux PME en 2013 de 75 Md€, soit 3Md€ de moins qu'en 2012. Seule la production de crédits nouveaux immobiliers s'est inscrite en progression. La production de crédit à l'investissement hors immobilier est passée de 37,9 Md€ en 2012 à 36,9 Md€ en 2013, la production de crédits de trésorerie de 25,5 Md€ à 22,5 Md€.

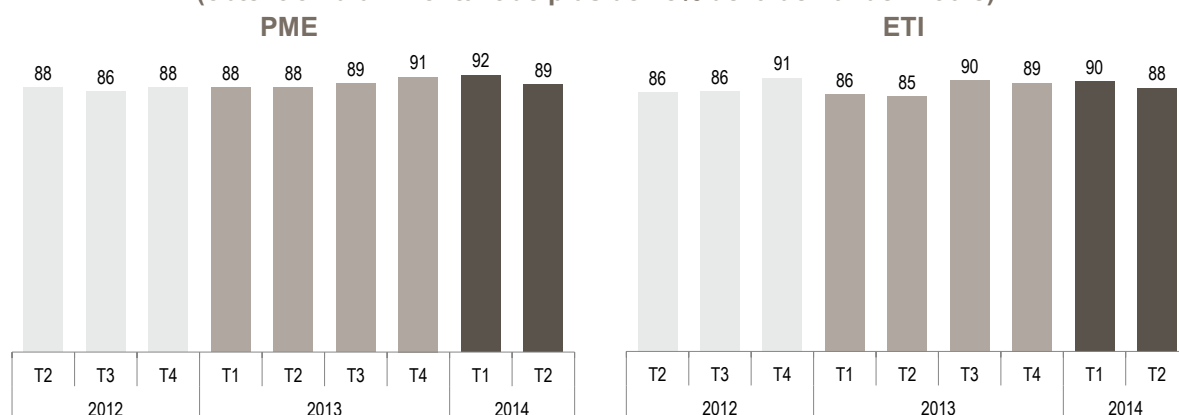
Cette stagnation à bas niveau de la production de crédits nouveaux s'opère, selon les banques interrogées dans le cadre des enquêtes sur les conditions de crédit, dans un contexte de demande des entreprises toujours très faible.

Les contraintes d'offre n'apparaissent pas amplifier à l'heure actuelle le phénomène. La demande de crédit d'investissement est, selon les chiffres de la Banque de France, toujours accordée dans une très grande majorité pour les PME et les ETI. La forte baisse du coût du crédit peut témoigner à ce titre d'une forte concurrence entre réseaux bancaires.

¹³ Du fait de leur maturité plus courte, les crédits de trésorerie ont un impact plus que proportionnel sur les évolutions de la production de nouveaux crédits par rapport à leur poids total dans les encours.



Taux d'obtention des crédits à l'investissement (obtention d'un montant de plus de 75% de la demande initiale)



Il n'apparaît donc pas de difficulté majeure à l'heure actuelle sur le financement bancaire de l'investissement en France, qui aurait pesé significativement sur ses récents développements.

Pour autant, ces statistiques peuvent masquer certaines difficultés pour une partie des entreprises, notamment les plus petites et plus fragiles. Il a été fréquemment mentionné le phénomène d'autocensure de la part des chefs d'entreprises qui expliquerait dans une certaine mesure les statistiques flatteuses sur le taux d'octroi des crédits aux PME. La BCE chiffre ce phénomène à 8% pour les PME françaises au premier semestre 2014. Il est pour autant difficile d'interpréter ce résultat. L'autocensure peut autant signifier une perte de confiance face aux institutions bancaires et des conditions d'octroi jugées trop difficiles qu'une prise de conscience d'une situation économique fortement dégradée qui empêche de facto tout accès à des nouveaux financements. La persistance d'un taux de défaillance très élevé vient illustrer cette seconde explication possible, avec une fragilisation d'une grande partie du tissu productif français.

Pour autant, ce diagnostic porte essentiellement sur le financement d'investissement « classique », immobilier et équipement. Pour ces deux catégories d'investissement, le besoin de financement semble correctement assuré et devrait continuer à l'être dans le court terme, au vu des faibles perspectives actuelles.

2.2. A MOYEN TERME, IL S'AGIT DE S'ASSURER QUE LE SECTEUR BANCAIRE SOIT EN MESURE D'ACCOMPAGNER LA REPRISE

Une des questions fréquemment posée est la capacité du secteur bancaire à assurer un bon fonctionnement du financement des entreprises dans un scénario de reprise économique plus vigoureux. Face à des contraintes réglementaires plus contraignantes imposées par les ratios de solvabilité, levier et de liquidité perçues comme dommageables en termes de distribution de crédit, les banques pourraient durcir les conditions d'accès aux PME.

Dès lors, une série d'initiatives de place a pris forme pour lancer des outils de financement des PME diversifiés, avec dans l'idée de basculer d'un modèle quasi-exclusivement bancaire à un modèle faisant davantage de place aux financements ou refinancements de marché.

Dans ce cadre, une des idées explorées est l'instauration d'un mécanisme de titrisation des créances aux PME. Le lancement de fonds de dette, souscrits par de grands investisseurs institutionnels est une autre piste. Enfin, des réflexions quant à l'accès des PME-ETI aux marchés obligataires sont bien avancées.



Ces initiatives sont encore trop récentes et trop peu nombreuses pour envisager qu'elles puissent rapidement devenir de véritables mécanismes alternatifs au financement bancaire classique des PME. D'ailleurs, le volume de financements qu'ils couvrent à l'heure actuelle est en tout état de cause encore très modeste (cf. encadré). Néanmoins, dans une perspective de moyen-terme, il est important de poursuivre ces initiatives, notamment dans le cas où les obligations réglementaires seraient véritablement contraignantes pour faire face à un régime de croissance plus soutenu.

La titrisation du crédit des entreprises en France : Opportunités et points de vigilance

Après avoir été fortement critiquées pour le rôle qu'elles ont joué dans le déclenchement de la crise de 2008, les techniques de titrisation semblent retrouver depuis peu un certain intérêt aux yeux des acteurs à la fois publics et économiques. Au regard du poids du secteur bancaire dans le financement de l'économie européenne et des exigences réglementaires croissantes auxquelles il doit faire face, la titrisation pourrait effectivement constituer une source de financement alternative pour les PME. Mais c'est davantage sur le moyen/long terme qu'un tel développement doit être envisagé, compte tenu des incertitudes qui entourent encore ces mécanismes.

En avril dernier, ce sont 5 banques françaises qui ont émis, via un nouveau véhicule de titrisation (*l'Euro Secured Notes Issuer*, ESNI), 2,65 milliards d'euros de titres de créances garantis, adossés à des créances bancaires aux entreprises (dont PME et ETI). Fin juin 2013, les crédits aux entreprises titrisés représentaient un volume de l'ordre de 7Md€ en 2013 selon la Banque de France¹⁴.

La titrisation ouvre de nouvelles opportunités de financement pour les PME. Tout d'abord, parce qu'elle peut contribuer à soulager les banques, confrontées à un durcissement des contraintes réglementaires, en conférant une plus grande liquidité aux créances dont elles disposent auprès des entreprises. En second lieu, cela permettrait aux investisseurs d'acquérir des actifs orientés vers les PME-ETI, auxquels ils ont habituellement peu accès. L'intermédiation de la banque, qui décide à quelles entreprises prêter avant de transformer ces créances en titres échangeables, fonctionnerait comme une forme de garantie, pour l'investisseur, de la qualité de l'actif sous-jacent. Par exemple, les titres émis dans le cadre de l'ESNI sont adossés à des créances qui présentent une note élevée dans l'échelle de cotation de la Banque de France.

Toutefois, les opérations de titrisation se heurtent à un certain nombre d'obstacles majeurs. Tout d'abord, le fait que les prêts accordés aux PME et ETI présentent un niveau de rendement relativement faible, et qui pourrait donc se révéler peu attractif auprès des investisseurs. Ensuite, les difficultés des investisseurs non bancaires à appréhender le risque de ces portefeuilles pourraient contribuer à entraver le développement de ce mode de financement. L'opacité relative des actifs sous-jacents constitue toujours l'un des défauts majeurs de celui-ci.

¹⁴ Hors créances commerciales. Les montages CLO représentent 5 Md€, les CMBS (adossés aux prêts immobiliers commerciaux) 2,2 Md€.



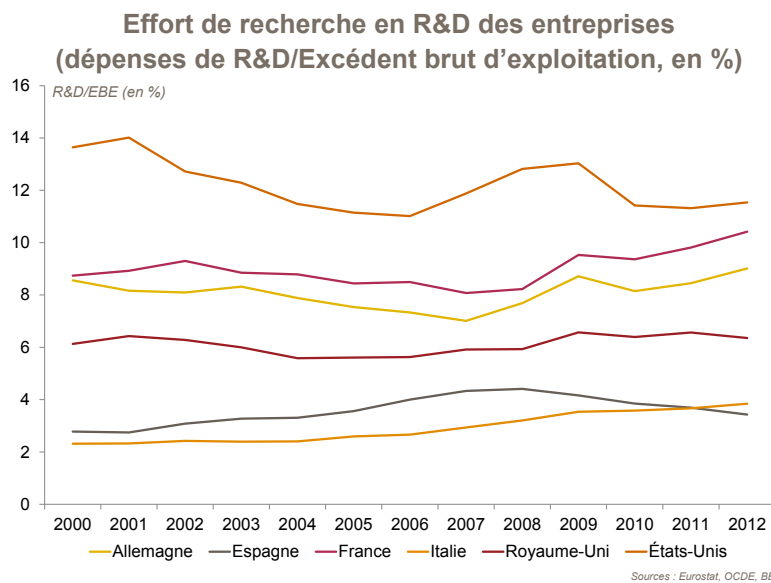
2.3. LE FINANCEMENT EN FONDS PROPRES EST DETERMINANT POUR ACCOMPAGNER LES STRATEGIES DE CROISSANCE, DE COMPETITIVITE ET D'INNOVATION DES ENTREPRISES

Améliorer la productivité, la compétitivité et l'innovation dans les entreprises nécessite un financement adéquat des entreprises en fonds propres et notamment des jeunes entreprises à fort potentiel de croissance.

2.3.1. LE FINANCEMENT DE L'IMMATERIEL FACE A LA BAISSSE DE L'AUTOFINANCEMENT

Le financement de l'immatériel peut en effet trouver difficilement des solutions de financement externes, notamment bancaires, adaptées. Les capacités d'autofinancement sont donc bien souvent déterminantes.

Une manière de l'illustrer est d'observer en comparaison internationale l'effort de R&D des entreprises françaises en regard de leur niveau de marge opérationnelle. L'effort des entreprises françaises est à ce titre supérieur à celui des entreprises allemandes, ce qui tendrait à suggérer que l'autofinancement peut-être ici un facteur limitant.



La réduction du coût du travail est donc dans une certaine mesure de nature à libérer des marges de manœuvre financières internes aux entreprises pour lever cette contrainte. Le financement externe en fonds propres est également déterminant.

2.3.2. UNE MEILLEURE ORIENTATION DE L'ÉPARGNE VERS LE NON COTE ET NOTAMMENT LE CAPITAL-INNOVATION

Le marché français du capital investissement n'a pas retrouvé son niveau d'avant crise. Les montants annuels moyens des capitaux levés et des investissements sur la période 2009 – 2013 ont diminué respectivement de -50% et -40% par rapport aux montants annuels moyens des levées de fonds sur la période 2006-2008.

	Moyenne annuelle 2006-2008	Moyenne annuelle 2009-2013
Capitaux levés	11Md€	5,7Md€
Investissements	10,6Md€	6,5Md€



Cette baisse a été inégale selon les différents segments de ce marché :

- Les montants investis en capital-transmission (LBO) ont été les plus impactés, avec une baisse de 60% entre les deux périodes (de 8,7 Md€ investis en moyenne par an à 3,7 Md€) ;
- Le capital développement est le seul segment de marché qui a continué de croître pendant la crise : les investissements se sont inscrits en moyenne à 2,2 Md€ par an entre 2009 et 2013 contre 1,3 Md€/an entre 2006 et 2008 ;
- L'activité de capital innovation (capital amorçage et capital-risque) a subi moins brutalement les effets de la crise (-13% par rapport à 2006-2008, soit environ 575 M€ par an).

L'année 2013 montre cependant des signes de reprise de l'activité. En particulier sur les levées de capitaux qui ont connu une croissance de 64%¹⁵. Tous les segments sont impactés par cette hausse mais dans des proportions différentes : capital innovation : + 33% ; capital développement : +50% ; capital transmission : + 88%.

L'année 2013 est marquée par :

- Le retour des investisseurs étrangers ;
- Le poids important des entités du secteur public, en particulier sur le segment du capital-innovation (capital amorçage et capital-risque) qui confirme la faible appétence des investisseurs institutionnels et industriels pour ce segment ;
- Le maintien de la présence des family office qui constituent une catégorie de souscripteurs importante avec des allocations d'actifs stables depuis 5 ans

Si le marché du capital-risque est bien développé en France, deuxième en montant d'investissement en Europe en 2012, il reste encore loin en termes de poids dans l'économie de marchés plus développés comme celui des Etats-Unis ou en Israël¹⁶. Selon les données de l'OCDE, et malgré les précautions d'usage à prendre (hétérogénéité des définitions, des sources et modes de collecte), les poids dans l'économie en 2012 des investissements en capital-risque en Israël (0,36% du PIB) et aux Etats-Unis (0,17% du PIB) restent largement devant le poids du capital-risque français (0,03%). Un poids économique du capital-risque de l'ordre du taux de pénétration du marché américain nécessiterait une hausse des montants annuels investis dans les entreprises de l'ordre de 3,7 Md€ (au lieu de 500 à 600M€ ces dernières années).

Par ailleurs, ce marché est aujourd'hui encore soutenu très fortement par les dispositifs publics. A travers les différents fonds de fonds publics qu'elle gère, Bpifrance est présente, de façon minoritaire dans la quasi-totalité des fonds de capital amorçage et de capital-risque français. En effet, ce marché fait face à plusieurs difficultés :

- L'intérêt des investisseurs privés pour ce segment très risqué ;
- La capacité des sociétés de gestion à réaliser des levées de fonds suffisamment importantes pour répondre à des besoins capitalistiques très importants dans les premiers stades de vie des entreprises innovantes de certains secteurs (ex biotechnologie) ;
- La capacité du marché à se structurer pour couvrir l'ensemble des stades de maturité de l'entreprise soutenue en capital risque (notamment en *later stage*) ;
- La capacité du marché financier à prendre le relai lors de cession en particulier des sorties par IPO. Sur ce dernier point, la forte activité de levées de fonds des années 2004-2008 va générer de nombreuses cessions dans les années à venir : une grande partie des véhicules d'investissement ayant une durée de vie de 10 ans, nombreux sont ceux qui vont liquider l'ensemble de leurs participations.

¹⁵ Cette augmentation des montants des capitaux levés est imputable à quelques grosses levées de fonds supérieures à 200M€.

¹⁶ Selon les données de l'OCDE, et malgré les précautions d'usage à prendre (hétérogénéité des définitions, des sources et modes de collecte), les poids dans l'économie en 2012 des investissements en capital-risque en Israël (0,36% du PIB) et aux Etats-Unis (0,17% du PIB) restent largement devant le poids du capital-risque français (0,03%).



- Une incertitude enfin sur la capacité du marché à faire face à tous les besoins en fonds propres pour financer les entreprises de croissance (cf. encadré).

Il y a donc un enjeu clair d'une meilleure orientation de l'épargne vers les fonds propres des PME, cotés et non cotés, notamment par le biais du développement du marché du capital-risque.

Le marché du capital investissement répond-il aux besoins en fonds propres des entreprises ?

L'estimation des besoins en fonds propres des entreprises est un exercice complexe, d'abord parce que cela dépend des secteurs de l'entreprise et de son stade de maturité, ensuite parce qu'il est nécessaire de distinguer les besoins en fonds propres que pourraient couvrir le marché du capital investissement ou les marchés boursiers valeur moyenne et les besoins couverts par les associés historique, enfin, parce qu'il est nécessaire de distinguer les besoins réels et les besoins formulés.

L'Insee, dans une étude *Insee Première* de novembre 2011 réalisée à partir d'une enquête sur l'accès au financement réalisée auprès de PME de 10 à 249 personnes¹⁷, indique que 4,6% des entreprises cherchent à augmenter leur capital. Sur ces 4,6%, 70% trouvent une réponse à leurs besoins auprès de leurs associés sans faire appel aux fonds de capital investissement. 10% des entreprises interrogées font appel à leurs associés mais n'obtiennent pas gain de cause. Ce taux a doublé en 3 ans. Sur ces 10%, seules 3/5 se tournent vers des investisseurs du marché, mais seulement 1/10^{ème} obtient le financement escompté.

L'Insee souligne que les entreprises en forte croissance¹⁸ sont plus nombreuses à chercher à augmenter leur capital (9,3%) et font 4 fois plus appel à des fonds de capital-risque : 15% des entreprises en croissance qui ont tenté d'augmenter leur capital ont sollicité les fonds de capital-risque. Leur taux d'échec est très élevé : 50% en moyenne.

La Banque de France estime les besoins en fonds propres d'une entreprise en comparant son endettement financier à ses fonds propres. Le seuil retenu est de 200%. En prenant en compte ce seuil, les besoins en fonds propres des PME non cotées et cotées s'élèvent à 2,5 Md€ en 2009. Pour les ETI (cotées et non cotées), ce besoin s'élève à 26 Md€ dont 24,2Md€ pour les ETI non cotées.

D'autres études internes à Bpifrance, réalisées en 2012 (sur des données 2011) au moment du renouvellement du programme France Investissement, permettaient d'estimer à 17-18 Milliards d'euros le besoin annuel en fonds propres des entreprises réalisant plus de 10% de croissance moyenne par an (sur 5 ans). Compte tenu de la part financée par les actionnaires historiques, et les montants annuels investis sur le marché relevés par l'AFIC, le besoin non couvert pouvait être estimé de l'ordre de 1 à 2 Milliards d'euros par an. Ces calculs n'ont pas été actualisés.

¹⁷ Pour appartenir à champ de l'enquête, les entreprises devaient employer de 10 à 249 personnes en 2005 et en 2010 employer encore au moins 10 personnes et ne pas avoir été absorbées par un groupe de plus grande taille.

¹⁸ Entreprises à croissance forte : entreprises dont le taux de croissance annuel moyen de l'emploi dépasse 20% sur la période 2005-2008.



Besoins			Ressources		
Investissement	Etat des lieux	Besoins	Sources de financement	Etat des lieux	Besoins
Investissement Matériel	<ul style="list-style-type: none"> - investissement total de 8% inférieur à son niveau d'avant-crise - taux d'investissement porté par l'investissement en construction - faible demande - taux d'utilisation des capacités en dessous de son niveau de long terme - incertitude 	<p><u>à court terme</u> :</p> <ul style="list-style-type: none"> - renouvellement - modernisation/amélioration de la productivité <p><u>à moyen terme</u> :</p> <ul style="list-style-type: none"> - restauration des capacités - amélioration de la productivité 	Autofinancement	<ul style="list-style-type: none"> - Baisse des capacités d'autofinancement 	Restoration des marges (gains de compétitivité coûts et hors coûts)
			Crédit bancaire	<ul style="list-style-type: none"> Encours en faible progression Faible flux de nouveaux crédits Peu de contraintes d'offre sur les crédits d'investissement 	<p><u>à court terme</u> :</p> <ul style="list-style-type: none"> Maintien d'un accès aisé aux crédits de moyen-long terme Secteur bancaire en capacité d'un tel accompagnement <p><u>à moyen terme</u> :</p> <ul style="list-style-type: none"> Diversifier les sources d'accès au financement (obligataire / titrisation / fonds de dette) en vue d'éventuelles contraintes pesant sur le bilan des banques
Investissement Immatériel	<ul style="list-style-type: none"> - dépenses de R&D évoluant en ligne avec les marges - part des dépenses de R&D des entreprises dans le PIB insuffisant - entreprises françaises en retard sur l'innovation 	<ul style="list-style-type: none"> - accroître les dépenses de R&D - émergence de nouvelles entreprises de croissance/innovateurs 	Autofinancement	<ul style="list-style-type: none"> - Baisse des capacités d'autofinancement 	Restoration des marges (gains de compétitivité coûts et hors coûts)
			Crédit bancaire	<ul style="list-style-type: none"> - produits bancaires classiques mal adaptés 	aides à l'innovation
			Fonds propres externes	<ul style="list-style-type: none"> - baisse des investissements annuels - financement du capital-innovation fortement soutenu par les fonds publics - fonds fiscaux peu efficaces 	orientation de l'épargne vers les besoins en fonds propres des PME-ETI développement du capital-innovation et de l'accès à l'épargne publique pour les PME

