

La situation financière des entreprises françaises

Laurent Quignon

Depuis l'été 2005, la croissance française enregistre un regain de dynamisme. Mais alors que la contribution globale à la croissance des composantes du PIB hors consommation privée était encore largement positive en 2004, elle s'est réduite à néant en 2005 avec l'achèvement de la reconstitution des stocks. La croissance n'a plus alors reposé que sur les seules dépenses des ménages. S'ils confirment la reprise, les chiffres du premier trimestre 2006 montrent également que la distribution des rôles n'a guère changé. L'effet du rétablissement d'une contribution trimestrielle positive de la balance commerciale (surtout liée à la reprise des exportations) a été neutralisé par l'impact du déstockage, tandis que les ménages demeuraient *in fine* les seuls instigateurs de la croissance. Au deuxième trimestre, la contribution du commerce extérieur à la croissance, redevenue négative, a été très largement compensée par la reconstitution des stocks. Fait nouveau, la très forte accélération du PIB en volume (+1,1 % en variation trimestrielle) a également eu pour origine le redémarrage très sensible de l'investissement des entreprises (+1,8 %).

Il aura, en outre, fallu attendre le début de 2006 pour percevoir la traduction, dans les volumes d'activité industrielle, de l'amélioration du climat des affaires depuis le printemps 2005. En dépit d'un profil en dent de scie depuis le début de l'année – et de la forte correction du mois de juin –, la production industrielle apparaît désormais mieux orientée. Le niveau relativement élevé de l'indice PMI des directeurs d'achat confirme, plus largement, le renforcement progressif de la confiance dans la zone euro.

Passablement dégradées au premier trimestre 2006, les conditions d'exploitation devraient enfin bénéficier de l'embellie conjoncturelle et de la hausse des gains de productivité jusqu'en fin d'année. Le taux de marge d'exploitation devrait ensuite se stabiliser en 2007. Dans la lignée du premier semestre 2006, les défaillances d'entreprises pourraient continuer d'enregistrer des

évolutions favorables au cours du second. Le resserrement monétaire à l'œuvre expose néanmoins les entreprises les plus vulnérables à un risque accru de défaillance en 2007. La persistance de conditions de financement attractives pour la plupart des entreprises limiterait néanmoins, à l'instar de 2005, l'incidence de l'érosion du taux de marge sur l'investissement et la demande de financements.

Résultats

Après une timide amélioration en 2003, les conditions d'exploitation des sociétés non financières se sont encore détériorées dans un environnement conjoncturel assez peu porteur, caractérisé par des taux de croissance du PIB en volume compris entre 1% et 2%. Les résultats nets (hors amortissements et provisions) ont, en moyenne, stagné en 2005 (-0,4%) après avoir accusé un recul prononcé en 2004 (-4,9%). Le taux de marge des entreprises devrait avoir enregistré des évolutions légèrement plus favorables depuis le printemps, après avoir touché un point bas au premier trimestre 2006. Dans un contexte proche de celui de 2006 au regard de la croissance, des évolutions des salaires et des effectifs, le taux de marge pourrait ensuite connaître une stabilisation en 2007. Après le recul et la stagnation enregistrés au cours des deux années précédentes, de telles évolutions permettraient aux résultats de rebondir modestement, en termes nominaux, en 2006 et 2007. Les cours du pétrole et de ses dérivés constituent toujours un aléa important.

⇒ En 2004, le taux de marge s'est très légèrement érodé (-0,4 point) à 30,7% en moyenne annuelle en dépit du rebond conjoncturel (cf. graphique 1 et tableau 1). Le relèvement des prix de vente n'a pas suffi à compenser

les effets de l'accélération des coûts d'approvisionnement et des coûts salariaux (cf. graphiques 2 et 3).

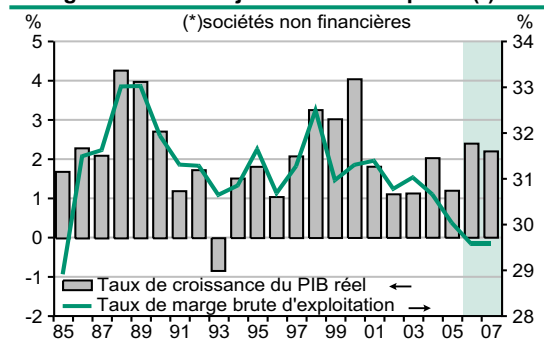
Le chiffre d'affaires agrégé des sociétés non financières a progressé de 3,5% en valeur (après +1,6% en 2003), bénéficiant de la reprise de l'activité dans l'hexagone. Si l'appréciation de l'euro a conduit les entreprises industrielles à accroître leur effort de marge pour soutenir les volumes, elle a, *a contrario*, opportunément limité l'augmentation du prix des matières premières importées.

⇒ **En 2005**, le taux de marge a poursuivi son érosion (-0,6 point) à 30,1% sous l'effet du ralentissement de la croissance française (+1,2%). La décélération des chiffres d'affaires a été, toutefois, limitée par la baisse temporaire de l'euro au cours du second semestre.

Les entreprises sont, en moyenne, parvenues à répercuter la hausse des coûts de production consécutive à la flambée des matières premières sur les prix de vente, préservant de la sorte le prix implicite de la valeur ajoutée. Cette répercussion a, cependant, pénalisé les volumes et n'a pas suffi à enrayer l'érosion du taux de marge. La dégradation des conditions d'exploitation a exclusivement procédé de l'accélération des coûts salariaux unitaires (graphique 4), attisés par le ralentissement de la productivité et par le maintien des salaires sur une pente de croissance relativement prononcée (cf. graphique 3).

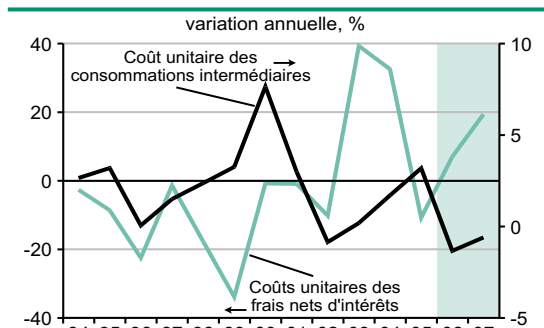
En dépit du freinage de l'activité réelle, le chiffre d'affaires global des sociétés non financières a progressé de 3,4% en valeur (après 3,5% en 2004) à la faveur d'un effet prix plus sensible. Au diapason des évolutions d'ensemble, les chiffres d'affaires ont légèrement ralenti dans l'industrie hors IAA (+1,9% en moyenne annuelle après 2,4% en 2004⁽¹⁾). L'accélération des chiffres d'affaires sur le marché intérieur (+2,2% contre +1,9% en 2004) a bénéficié à l'ensemble des secteurs industriels, à l'exception notable de l'automobile dont les ventes se sont tassées. Le secteur des biens de consommation a particulièrement tiré son épingle du jeu (+4,6% après +2,6% en 2004). A l'inverse, la part des chiffres d'affaires réalisés à l'étranger a très sensiblement décéléré (+1,2% après +3,8%) en dépit de la dépréciation de l'euro entre avril et décembre 2005. A cet égard, l'automobile, les biens de consommation et les biens intermédiaires ont le plus souffert.

Partage de la valeur ajoutée des entreprises(*)



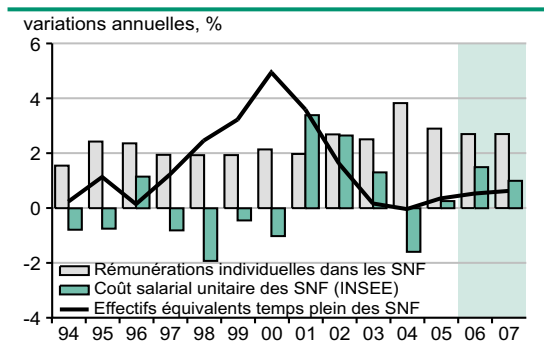
Graphique 1 Sources : INSEE, prévisions BNP Paribas

Coûts unitaires



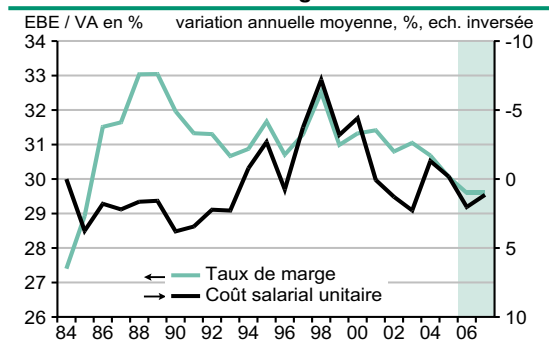
Graphique 2 Sources : INSEE, prévisions BNP Paribas

Rémunérations



Graphique 3 Sources : INSEE, prévisions BNP Paribas

Coût salarial et taux de marge



Graphique 4 Sources : INSEE, prévisions BNP Paribas

A l'autre extrémité de la chaîne de production, l'effet change a été quasiment nul sur le prix du pétrole importé, l'euro s'étant établi, en moyenne annuelle, au même niveau (1,24 dollar) qu'en 2004. A volume inchangé, l'évolution de la facture pétrolière a donc suivi le cours du baril et s'est alourdie de 43,7% après 19,6% en 2004. Tous les secteurs d'activité n'ont cependant pas été affectés uniformément par cette flambée du prix du pétrole et de ses dérivés, ainsi qu'en atteste la hausse, somme toute relativement modérée, du coût unitaire des emplois intermédiaires (+2,8% en 2005 après 1,8% en 2004).

Après la stagnation de 2004, les effectifs des sociétés non financières ont connu une croissance modeste en 2005 (+0,4% en moyenne annuelle). La productivité a fortement ralenti, l'emploi salarié constituant un indicateur retardé du cycle. Pour autant, la revalorisation des traitements individuels a conduit à une hausse de la masse salariale (+3,3%) sensiblement supérieure à celle de la valeur ajoutée (+2,4%), provoquant une stagnation de l'excédent brut d'exploitation (+0,3%) et un repli significatif du taux de marge.

La baisse du taux de marge et l'alourdissement de la charge fiscale ont pénalisé les résultats nets

Contrairement à 2004, les résultats financiers⁽²⁾ (-0,4%) ont enregistré des évolutions cohérentes avec celles des résultats opérationnels (+0,2%). L'allègement des frais financiers a partiellement compensé la hausse de la charge fiscale.

Malgré la reprise de l'endettement, les frais financiers se sont allégés (-9,7%) à la faveur de la baisse significative

du taux apparent sur la dette. L'Euribor 3 mois est, en effet, demeuré stable au-dessus de 2%, tandis que les taux à long terme cédaient jusqu'à 60 points à l'automne avant d'en regagner environ 25 en fin d'année.

En revanche, malgré le léger repli des résultats avant impôt en 2004 (-2,9%), les versements au titre de l'impôt sur les bénéfices ont sensiblement augmenté en 2005 (+16,1%), témoignant de l'élargissement du périmètre des entreprises bénéficiaires. Une partie significative de la hausse des recettes d'impôt sur les sociétés trouve cependant son origine dans la modification de la règle de calcul du dernier acompte du mois de décembre pour les groupes dont le chiffre d'affaires est supérieur à un million d'euros. La prise en compte des résultats attendus pour l'année en cours, et non plus seulement de l'année précédente, aurait ainsi généré 2,3 milliards de recettes supplémentaires en 2005 sur une recette nette totale de 40,7 milliards d'euros pour l'Etat, dont 33,3 milliards versés par les sociétés non financières.

Les dividendes préservés

Le recul de la part des profits dans la valeur ajoutée a été entièrement répercuté sur l'épargne brute⁽³⁾, les politiques de distribution des entreprises s'étant globalement traduites par le maintien du ratio des revenus versés aux actionnaires sur la valeur ajoutée. Dans un contexte de quasi-stabilité des résultats nets (+0,4%), la hausse des dividendes nets versés (+8,9%) a exclusivement reposé sur le relèvement du taux de distribution apparent des bénéfices (de 32% en moyenne annuelle en 2004 à 35% en 2005 selon nos calculs).

L'arbitrage ne s'est pas fait, toutefois, au détriment de l'investissement (cf. *infra*), les entreprises ayant simplement ajusté à la baisse leur taux d'auto-financement dans un contexte de faible coût du crédit.

Les bénéfices des grandes entreprises tirés par la croissance mondiale

Les politiques de restructurations suivies par les grandes entreprises françaises à la fin des années 1990 ont généré d'importants gains de productivité, tandis que les stratégies de désendettement et la baisse du loyer de l'argent ont allégé considérablement leur charge

financière. Ces leviers ont autorisé une restauration spectaculaire de leur rentabilité.

Selon nos calculs, les profits agrégés des groupes non financiers du CAC 40⁽⁴⁾ se sont élevés à 60,7 milliards d'euros en 2005, en hausse de 37% par rapport à 2004. Une seule entreprise entrant dans la composition de l'indice a enregistré des pertes (Thomson) et cinq des baisses de bénéfices (Vivendi, Carrefour, Peugeot, Bouygues et STMicroelectronics).

Les chiffres émanant de la Comptabilité nationale renvoient à l'ensemble des opérations réalisées sur le territoire français, y compris par les entreprises étrangères installées en France. A l'inverse, les entreprises du CAC 40 réalisent entre 70% et 80% de leurs chiffres d'affaires à l'étranger. Il en résulte que la part de la valeur ajoutée des sociétés non financières du CAC 40 dans le total de la valeur ajoutée générée par les sociétés non financières résidentes ne saurait être déterminée avec précision en croisant les comptes consolidés des premières et les comptes nationaux relatifs aux secondes. Le même constat s'applique aux résultats avec une difficulté supplémentaire qui tient aux différences de concept entre comptabilité nationale et privée. En particulier, ni les dotations aux amortissements et aux provisions, ni les plus-values de cession n'apparaissent dans la première, ce qui ne permet pas de reconstituer un résultat net agrégé selon les principes de la comptabilité privée.

Au cours des exercices récents, le contraste saisissant entre les évolutions de résultats des sociétés non financières et ceux des fleurons du CAC 40 ne saurait, toutefois, résulter des seules hétérogénéités de concept ou de périmètre. Ainsi, alors qu'elles apparaissaient relativement cohérentes entre 1999 et 2001, les évolutions de résultats des groupes non financiers du CAC 40 et celles de l'ensemble des entreprises se sont, dès lors, largement désynchronisées. Contrairement à l'ensemble des entreprises industrielles dont les chiffres d'affaires ont crû modérément à l'export (cf. *supra*), les grandes entreprises ont, à l'instar de 2004, profité de la vigueur de l'activité mondiale en 2005. Leurs chiffres d'affaires ont, en moyenne, progressé d'environ 6%, en ligne avec la croissance nominale mondiale.

Comme en 2004, les conséquences de la flambée des cours du pétrole et des matières premières n'ont pas

été univoques. A l'image de Total dont les résultats ont, une nouvelle fois, été portés par la flambée de l'or noir, les entreprises exploitantes ont plutôt bénéficié du renchérissement du prix des matières premières, tandis que les firmes utilisatrices en ont, le plus souvent, pâti. La plupart d'entre elles ont cependant cherché à s'en prémunir par des stratégies *ad hoc*. Nexans (leader mondial des câbles en cuivre) a préservé ses marges en finançant ses stocks de matières premières par endettement et en répercutant la hausse du prix des matières premières sur les produits finis. Air France KLM a compensé une partie du surcoût lié à la flambée du pétrole par des instruments financiers de couverture au-delà du seuil de 50 dollars le baril et en instaurant des "surcharges fuel" successives dans un contexte de volumes d'activité soutenus.

⇒ **Prévisions 2006-2007. Le taux de marge pourrait s'établir, en 2006 et en moyenne annuelle, à son plus faible niveau depuis 1985, pénalisé par la hausse des coûts unitaires du travail. En 2007, alors que la valeur ajoutée conserverait son rythme de croissance, le ralentissement de la masse salariale rend vraisemblable une stabilisation du taux de marge.**

Le retour de la croissance autour de son potentiel (+2,4% en 2006, +2,2% en 2007 après 1,2% en 2005) et la modération des prix des consommations intermédiaires laissent entrevoir un rebond de la valeur ajoutée des sociétés non financières (+3,8% en 2006, +3,1% en 2007 en termes nominaux). L'indicateur synthétique de climat des affaires, repassé au-dessus de sa moyenne de longue période à l'été 2005, s'est vigoureusement redressé depuis le début de 2006, témoignant d'une conjoncture industrielle de mieux en mieux orientée. Parmi les évolutions les plus récentes⁽⁵⁾, le net rebond des perspectives générales de production en juillet, qui fait suite à leur hausse régulière depuis l'été 2005, mérite d'être souligné. Les carnets de commandes globaux demeurent bien garnis et la demande étrangère est jugée plus dynamique, indirectement soutenue au cours des dernières semaines par les anticipations – démenties depuis – d'un relèvement supplémentaire des taux de la Fed. Or la fin du cycle de resserrement

Éléments du compte des sociétés non financières

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006(p)	2007(p)
Excédent brut d'exploitation/ Valeur ajoutée (ratio en %)	31,3	31,4	30,8	31,1	30,7	30,1	29,6	29,6
Autofinancement/ Valeur ajoutée (ratio en %)	16,6	16,6	15,2	15,9	14,2	13,2	13,0	12,9
Autofinancement (% de variation annuelle)	1,5	4,9	-5,3	7,7	-8,2	-4,9	2,6	2,7
Résultat avant impôts, amortissements et provisions (% de variation annuelle)	3,9	4,8	-1,6	5,2	-2,9	1,9	2,3	2,1

Tableau 1

Source : INSEE – Comptes nationaux, prévisions BNP Paribas

monétaire aux Etats-Unis fait disparaître un puissant facteur de soutien au dollar. Le ralentissement de la croissance américaine et la résurgence des inquiétudes relatives à l'ampleur du déficit courant sont de nature à affaiblir le billet vert au cours des prochains mois. Conjugée aux pressions baissières qui s'exercent sur le billet vert, la poursuite du resserrement monétaire en zone euro pourrait finalement porter le taux de change de l'euro à 1,35 dollar à la fin de 2006, voire 1,40 dans le courant de 2007, et freiner quelque peu la demande émanant de l'extérieur de la zone euro (soit environ le tiers de la demande étrangère totale).

Les gains de productivité, stimulés par la gestion prudente des effectifs au premier semestre 2006, ont absorbé l'impact de l'alourdissement des coûts salariaux. En conséquence, le taux de marge s'est vraisemblablement redressé par rapport au point bas que nous situons au premier trimestre 2006. Cette hausse présumée du taux de marge à compter du printemps ne suffirait, toutefois, pas à effacer sa dégradation régulière en 2005 et le ramènerait peu ou prou, à la fin de 2006, au niveau qui prévalait un an plus tôt. Aussi, en dépit d'évolutions intra-annuelles positives depuis le deuxième trimestre 2006, le taux de marge des sociétés non financières devrait donc s'établir cette année, et en moyenne annuelle, à un niveau légèrement inférieur à celui de 2005.

Le maintien de rythmes de croissance comparables de la valeur ajoutée et de la masse salariale devrait conduire en 2007 à une stabilisation du taux de marge. Les résultats devraient croître très modérément en 2006 et 2007 (cf. tableau 1). Nous faisons, néanmoins,

l'hypothèse de politiques de distribution prudentes visant à préserver l'autofinancement, après deux années consécutives de recul. Notre scénario reste subordonné à une normalisation progressive des cours du pétrole et des métaux. La persistance de tensions pourrait, en effet, peser sur le taux de marge *via* non seulement la contraction du prix implicite de la valeur ajoutée mais encore celle des volumes d'activité.

Liquidité, solvabilité, défaillances

Les défaillances d'entreprises ont graduellement ralenti en 2004 et 2005, puis reculé au premier semestre 2006 à la faveur de l'allègement des frais d'intérêts. Alors que 75% des nouveaux crédits bancaires aux sociétés non financières étaient encore consentis à taux révisable en mai 2006, le resserrement monétaire en cours pourrait interrompre cette dynamique vertueuse à compter de 2007.

⇒ **En 2004**, l'augmentation des défaillances d'entreprise s'est poursuivie à un rythme plus modéré (+3,5%) qu'en 2003 (+3,8%) grâce au rebond d'activité.

La hausse du ratio de liquidité EBE/intérêts nets versés et les indicateurs d'enquête ont témoigné de l'amélioration de la liquidité et de la solvabilité des entreprises (cf. graphique 5).

Les différences sectorielles sont, toutefois, demeurées marquées : les activités frappées au premier chef par la hausse des défaillances furent l'industrie agroalimentaire, les services aux particuliers, le commerce et la

Liquidité et endettement

Ratios en %	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006(p)	2007(p)
Intérêts nets versés/ Excédent brut d'exploitation	7,3	7,1	6,3	8,5	11,3	10,2	10,6	10,8
Dettes (1) /Autofinancement (2)	7,6	8,3	9,1	8,6	9,5	10,5	10,9	11,2
Dettes (1) /Valeur ajoutée	134,1	141,2	139,2	135,7	135,7	142,3	144,9	147,0
Dettes financières (3) /Valeur ajoutée	106,8	111,8	109,1	105,4	104,1	109,2	111,2	112,8
Dettes financières nettes/ Fonds propres (4) – Sociétés non financières du CAC 40	79,8	91,4	99,6	74,9	64,6	57,4	-	-

Tableau 2

Source : INSEE – Comptes nationaux, BdF, Datastream, calculs et prévisions BNP Paribas

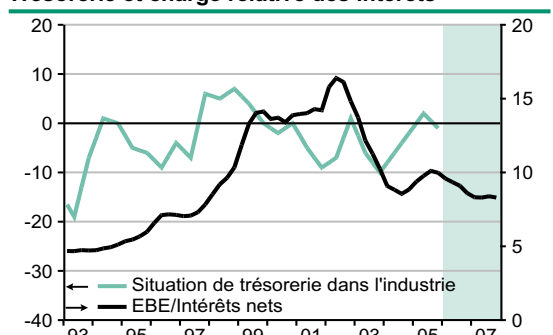
- (1) Dette au sens de l'endettement intérieur total – encours en fin d'année
- (2) Nombre d'années d'autofinancement nécessaires à rembourser la dette
- (3) Endettement auprès des IFM + endettement sur les marchés, au sens de l'EIT, encours en fin d'année
- (4) Dette financière nette = dette financière nette-disponibilités, fonds propres y compris les intérêts minoritaires, hors Arcelor

construction. A l'inverse, les secteurs des services aux entreprises, des transports, de l'immobilier et de l'industrie autre qu'agroalimentaire ont été relativement épargnés.

La taille de l'entreprise est demeurée un paramètre discriminant. Selon Euler-Hermès, les sociétés ou groupes réalisant un chiffre d'affaires égal ou supérieur à 15 millions d'euros se sont distingués par des évolutions plus favorables que la moyenne des entreprises, avec seulement 114 cas de défaillance contre 152 en 2003.

⇒ **En 2005, la sinistralité des entreprises a progressé de façon moins sensible (+2,6%). Le nombre d'entreprises en difficulté a, toutefois, atteint son plus haut niveau depuis 1998** (42 000 jugements d'ouverture). Le nombre d'entreprises réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 15 millions d'euros concernées par une procédure collective a légèrement reflué (106 en 2005 contre 114 en 2004 selon Euler-Hermès Sfac). Les entreprises les plus vulnérables n'ont pas résisté au durcissement des conditions d'exploitation consécutif au ralentissement de l'activité en 2005. Les autres ont profité d'une parenthèse d'activité relativement soutenue en 2004 pour reconstituer leurs fonds propres, tandis qu'elles bénéficiaient de conditions débitrices avantageuses. Les entreprises de taille significative ont, en outre, davantage tiré parti du dynamisme de l'activité mondiale que leurs consoeurs de taille inférieure. Les écarts sectoriels sont demeurés prononcés. L'industrie agroalimentaire, qui a connu une purge en 2002 et 2003, a profité d'un recul des défaillances depuis 2004. Les entreprises opérant dans l'immobilier (-3,6%) et les autres secteurs industriels (-3,1%) ont été également épargnées. En revanche, les

Trésorerie et charge relative des intérêts



Graphique 5

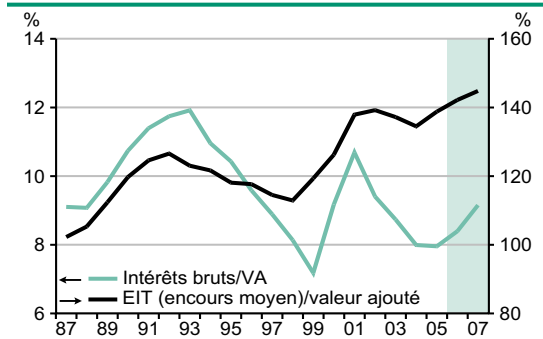
Sources : INSEE, prévisions BNP Paribas

secteurs de la construction (+4,8%), du commerce (dont les défaillances reflètent traditionnellement les évolutions d'ensemble, +4,3%) et des services aux particuliers (+3,5%) ont, en dépit d'une inflexion par rapport à 2004, affiché des hausses de défaillances.

⇒ Prévisions 2006-2007

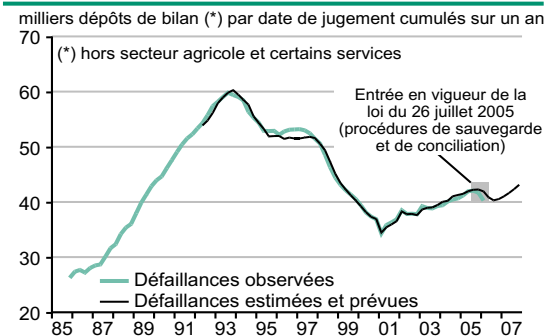
Après la pause de 2006, les défaillances d'entreprises pourraient repartir à la hausse en 2007⁽⁶⁾. Dans la lignée du premier semestre 2006, les défaillances d'entreprises devraient continuer de refluer au second. Les entreprises profiteraient en 2006 de l'amélioration de leur situation de liquidité depuis le milieu de 2005. Celle-ci découlerait de la progression modérée de leur charge financière et de l'accélération de leurs revenus d'exploitation. Le redémarrage de l'activité jouerait favorablement en 2007 sur les résultats d'exploitation, mais son influence sur les

Charges d'intérêts et endettement



Graphique 6 Sources : Banque de France, INSEE, BNP Paribas

Défaillances : accalmie en 2006, légère recrudescence en 2007



Graphique 7 Sources : INSEE, estim. et prév. BNP Paribas

situations de trésorerie serait annihilée par la remontée du ratio intérêts/EBE sous la conjonction du resserrement monétaire et de la reprise de l'endettement (cf. graphique 6).

La baisse des défaillances, plus importante que ne le suggérait notre modélisation (cf. graphique 7), pourrait toutefois résulter de l'accent placé sur la prévention des défaillances. A côté de la "procédure de sauvegarde", à caractère judiciaire, la loi n°2005-846 du 26 juillet 2005, entrée en vigueur le 1er janvier 2006, introduit en effet une nouvelle procédure amiable dite "de conciliation" en amont de la procédure collective. Alors qu'environ 12 000 jugements d'ouverture de redressement ou de liquidation judiciaires⁽⁷⁾ ont été prononcés au premier trimestre 2006, seule une centaine de procédures de sauvegarde ont été ouvertes dans le même temps. Selon le Conseil national des Administrateurs judiciaires et des Mandataires judiciaires (CNAJMJ), le nombre de procédures de

conciliation est en augmentation sensible depuis l'entrée en vigueur de la loi de sauvegarde, ce qui pourrait diminuer mécaniquement le nombre de jugements rendus par les juridictions commerciales en 2006.

Comportements de financement et d'investissement

Amorcé en 2005, le cycle de reprise de l'endettement fut, pour l'essentiel, le fait des grandes entreprises. En 2006, la hausse de l'investissement et les opérations de croissance externe, qui jouissent d'un environnement propice, devraient encore alimenter la demande de financements. En 2007, s'associerait à ces facteurs la nécessaire reconstitution des stocks dans de nombreux secteurs d'activité.

⇒ **En 2004, les entreprises ont réinvesti et se sont réendettées à des rythmes particulièrement modérés** compte tenu de la phase du cycle, témoignant de la perception en demi-teinte de la reprise par les dirigeants. Le taux d'utilisation des capacités de production a touché un point bas au premier trimestre avant de remonter modérément au cours des trois suivants, tout en demeurant inférieur à sa moyenne de longue période.

La reprise a, pour l'essentiel, procédé d'un rattrapage après deux années successives d'évolutions négatives (2002) ou nulles (2003) des volumes de FBCF des entreprises non financières (i.e. y compris les entreprises individuelles) pour la première fois depuis l'existence des comptes nationaux (1978). La part des investissements dévolue au renouvellement des équipements est demeurée inchangée par rapport à 2003 (27%), tandis qu'une faible substitution s'est opérée des dépenses de modernisation et diverses (sécurité, environnement...) vers celles d'extension des capacités.

Le repli du taux d'autofinancement (de 87,6% en 2003 à 76,2% en 2004, cf. graphique 8), consécutif à la reprise de l'investissement, a été fortement accentué par celui de la capacité d'autofinancement (-8,2%).

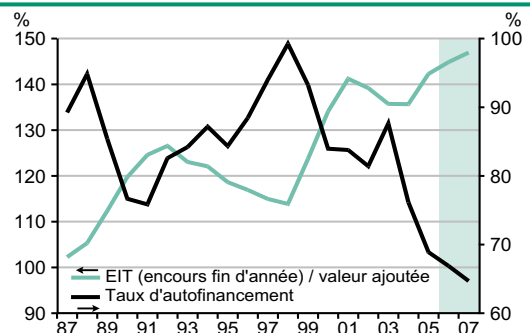
Alors que la hausse des dépenses d'investissement a quasiment été compensée par celle des transferts reçus, la reconstitution des stocks a amplifié les effets de la contraction de la capacité d'autofinancement sur le

besoin de financement (-3,2% de la valeur ajoutée en 2004 contre -2,2% en 2003). Le taux d'endettement, exprimé en proportion de la valeur ajoutée, est demeuré stable par rapport à 2003, à 135,7% (encours fin d'année au sens de l'endettement intérieur total - EIT).

⇒ En 2005, confrontées à un nouveau repli de leur capacité d'autofinancement, les entreprises ont nettement arbitrè en faveur de l'endettement (cf. graphique 9) afin de poursuivre leurs investissements (+3,8% en volume contre +4,2% en 2004 pour l'ensemble des entreprises non financières. Leur dette au sens de l'EIT a progressé de 7,4% après 3,1% en 2004 (glissements annuels de l'encours fin d'année). La hausse globale de l'endettement a, par ailleurs, reposé sur les mouvements de stocks et les comportements financiers des grandes entreprises. La plupart des composantes ont accéléré (crédits bancaires, dette négociable à court terme), tandis que la dette négociable à long terme ralentissait moins fortement qu'en 2004. Les encours des crédits d'investissement (+6,3% en 2005 contre 4,5% en 2004) et de trésorerie (+8,5% contre +5,7% en 2004) ont vu leurs glissements annuels augmenter sensiblement. La vigueur des premiers a découlé du creusement du besoin de financement hors stocks, consécutif à la conjonction du tassement de la capacité d'autofinancement et de la hausse des investissements. Pour sa part, l'accélération de l'encours des crédits de trésorerie a vraisemblablement procédé de l'intensification du rythme de reconstitution des stocks et de l'élargissement des besoins de financement générés par les opérations de fusions-acquisitions. Dans le contexte du resserrement monétaire, les mêmes facteurs peuvent être avancés pour expliquer la reprise de l'encours des financements de marché à moins d'un an (+11,3% en 2005 après +4,1% en 2004). Globalement, l'encours de la dette financière a, en moyenne, vu son glissement annuel passer de 2,0% à la fin de 2004 à 4,7% à la fin de 2005.

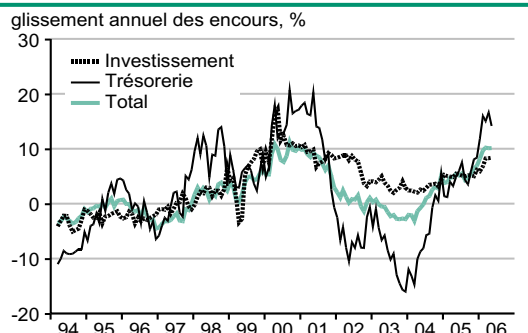
Dans l'industrie, les chefs d'entreprise interrogés par l'INSEE ont confirmé la faiblesse de leurs investissements en 2005 (-4% en valeur après une stagnation en 2004)⁽⁸⁾. Le taux d'utilisation y est demeuré relativement bas, inférieur à sa moyenne de long terme. La modération des dépenses d'équipement fut d'autant

Taux d'autofinancement et d'endettement



Graphique 8 Sources : Bdf, INSEE, prévisions BNP Paribas

Crédits aux sociétés non financières



Graphique 9 Source : Banque de France

plus grande que la taille de l'entreprise était importante (stabilité pour les entreprises de moins de 100 salariés dans l'industrie manufacturière, recul de 4% en valeur dans les entreprises de plus de 500 salariés). Les industries agroalimentaire et automobile ont présenté les taux de recul de l'investissement les plus élevés en 2005 (respectivement -12% et -9% en valeur). Ce repli est à mettre en relation avec la proportion relativement faible d'entreprises confrontées à des goulots de production dans ces deux secteurs (15% dans les deux cas au quatrième trimestre 2005 contre 22% dans l'ensemble de l'industrie⁽⁹⁾).

À l'inverse, les industries des biens de consommation et d'équipement ont enregistré de légères progressions de leurs dépenses d'équipement (+2% en valeur dans les deux cas).

Bien qu'en très légère diminution en 2005 (26% contre 27% en 2004), la part d'investissements destinés au renouvellement des équipements est demeurée assez importante. Celles des investissements de

modernisation (23% contre 24%) et d'extension des capacités de production sur produits anciens (14% contre 15%) ont également diminué au profit de celles liées à l'industrialisation de nouveaux produits et divers (sécurité, environnement..., 21% contre 19%).

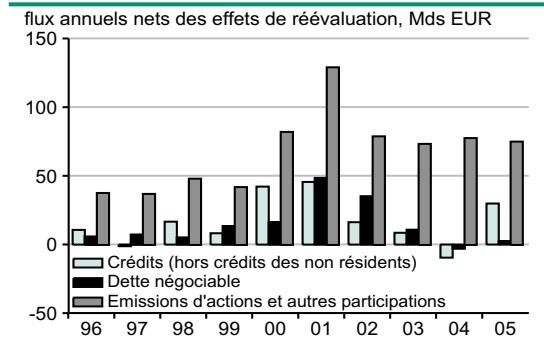
Les grandes entreprises se réendettent davantage que les PME

Au terme de trois années consécutives de baisse, la dette financière brute des grandes entreprises du CAC 40 a renoué avec des évolutions positives en 2005. Les évolutions n'ont, toutefois, pas été uniformes, puisque encore 13 entreprises non financières (contre 21 en 2004, sur un total de 33 hors Arcelor) ont continué de se désendetter.

Les chiffres émanant des bilans ne sont certes pas directement comparables aux statistiques financières mais fournissent, néanmoins, un ordre de grandeur éclairant. Cette réserve posée, l'évolution de la dette financière brute des sociétés non financières du CAC 40 (+34,6 milliards d'euros en 2005 selon nos calculs établis à partir des bilans consolidés) explique la majeure partie du gonflement de la dette financière de l'ensemble des sociétés non financières (+40,6 milliards). L'analyse financière conduit, toutefois, à tempérer cette évolution par la forte hausse des disponibilités (+18 milliards) qui a finalement limité la progression de la dette nette agrégée à 16,5 milliards. En fin d'année, plusieurs grandes entreprises (5 en 2005 contre 4 en 2004) dégageaient même des trésoreries nettes positives⁽¹⁰⁾. Selon nos calculs, le ratio de la dette financière nette aux fonds propres des sociétés du CAC 40 a quasiment diminué de moitié depuis 2002. Il est tombé à 57,4% en 2005 après 64,6% en 2004.

En dépit de la reprise du crédit, les flux nets d'émissions d'actions sont demeurés la première source de financement des entreprises (graphique 10), devant le crédit bancaire et, surtout, la dette négociable. Ceci est d'autant plus remarquable que les grandes entreprises ont racheté davantage d'actions qu'elles n'en ont émises. Ainsi, près de 6,3 millions d'euros⁽¹¹⁾ (nets des émissions) ont au total été redistribués sous cette forme – financières ou non – du CAC 40. Selon les statistiques

Financements : le redémarrage du crédit ne remet pas en cause la prédominance des fonds propres



Graphique 10

Source : Banque de France

de la Banque de France, un total de 75,3 milliards d'actions a été émis en 2005 par les sociétés non financières résidentes, dont seulement 3,8 milliards d'actions cotées.

Des stratégies de croissance externe plus ambitieuses

Après s'être stabilisés depuis 2002 à des niveaux relativement modestes (de l'ordre de 50 milliards par an), les flux d'investissements directs français à l'étranger ont doublé en 2005 (93 milliards d'euros, contre 45,9 milliards en 2004) en phase avec la hausse de 157% du montant global des acquisitions françaises à l'étranger. Le nombre d'opérations effectuées hors des frontières (190 contre 157 en 2004) s'est accru de 21%, de même que leur montant moyen (+113,1%). 82,2% des opérations eurent pour cible une entreprise d'un pays membre de l'Union européenne (80,9% des flux à destination de l'UE-15 et seulement 1,3% vers la Slovaquie et la Pologne, membres de l'Union européenne depuis le 1^{er} mai 2004).

La forte croissance du nombre d'acquisitions à l'étranger n'a, cependant, pas suffi à compenser la baisse de 69% de celui des opérations franco-françaises. Le nombre de transactions domestiques a, certes, progressé de 7% par rapport à 2004 (430 contre 401), mais leur montant moyen a fortement chuté (-71%). A elle seule, la fusion entre Sagem et SNECMA (5,5 milliards d'euros) a mobilisé plus d'un cinquième des flux relatifs aux opérations domestiques.

Après une année 2004 déjà exceptionnelle, le nombre de fusions-acquisitions impliquant des sociétés françaises s'est encore accru en 2005 (792 contre 747, cf. graphique 11). Le montant global des opérations s'est, toutefois, replié de 27%, à 112,1 milliards d'euros contre 153,6 milliards en 2004. Le montant moyen des opérations (141,5 millions d'euros en 2005 contre 205,6 milliards en 2004) a donc, en moyenne, diminué de plus de 30%.

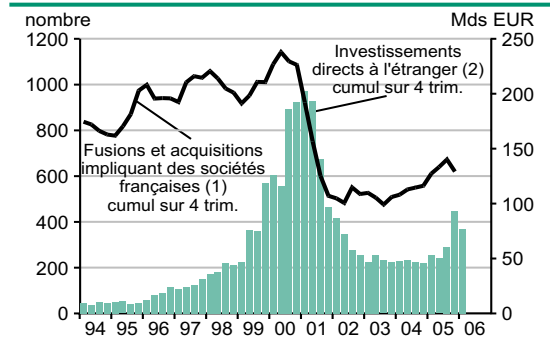
La réorientation des flux vers les opérations à l'étranger témoigne du déplacement des enjeux du marché domestique vers le marché européen dont le processus d'intégration implique une élévation de la taille critique et une présence géographique renforcée. Elle illustre également des stratégies de croissance externes plus ambitieuses de la part d'entreprises qui, après avoir porté leurs efforts sur la rationalisation de l'outil de production et l'assainissement des bilans, visent désormais l'élargissement et la diversification des revenus.

⇒ **Prévisions 2006-2007. Après avoir marqué une pause au premier trimestre 2006, l'investissement des entreprises devrait globalement s'inscrire dans le prolongement des évolutions constatées en 2005.**

Après avoir achevé 2005 sur un rythme enlevé, l'investissement des entreprises s'est quasiment stabilisé au premier trimestre 2006 (-0,5% en volume par rapport au trimestre précédent), avant de rebondir au second (+1,8%).

Alors que les prévisions des industriels relatives à leurs investissements pour 2005 avaient régulièrement été révisées à la baisse au second semestre, leurs anticipations pour l'ensemble de 2006 n'ont pratiquement pas évolué au cours des trois dernières enquêtes⁽¹²⁾ et augurent une légère accélération (+4% prévus en valeur contre -2% réalisés en 2005). Ensuite, le taux d'utilisation des capacités de production connaît une remontée significative depuis le quatrième trimestre 2005, se rapprochant ainsi de sa moyenne de long terme. Enfin, la proportion d'entreprises industrielles confrontées à des goulots de production a fortement progressé depuis le début de l'année : 31% au deuxième trimestre 2006 contre 22% au quatrième

Indicateurs de croissance externe



Graphique 11 Sources : Fusions & Acquisitions Magazine (1), BdF (2)

trimestre 2005. Ces différents éléments nous conduisent à anticiper des hausses moyennes annuelles du volume de l'investissement des entreprises non financières de 4,1% en 2006, puis de 3,9% en 2007.

Les variations de stocks constituent une autre opération importante du compte de capital, qui relie l'autofinancement au besoin de financement.

Selon la dernière enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie⁽¹³⁾, les stocks de produits finis restaient inférieurs à leur moyenne de longue période. Ils présentent des variations erratiques autour d'une tendance baissière depuis le début de 2006, avec des différences sectorielles extrêmement marquées. Ils se sont encore alourdis dans le secteur automobile et allégés dans l'industrie agroalimentaire. Ils sont perçus comme légers et relativement stables dans les secteurs des biens de consommation et intermédiaires. Conjuguées à des niveaux de stocks jugés, en moyenne, modérés, les anticipations raisonnablement optimistes des chefs d'entreprise sur la demande militent en faveur d'une reconstitution progressive des stocks à compter du second semestre 2006.

Finalement, le besoin de financement, exprimé en proportion de la valeur ajoutée, pourrait se stabiliser en 2006 (-6,0% contre -6,3% en 2005) puis s'élargir de nouveau en 2007 (-6,7% attendus).

Reprise confirmée du crédit bancaire

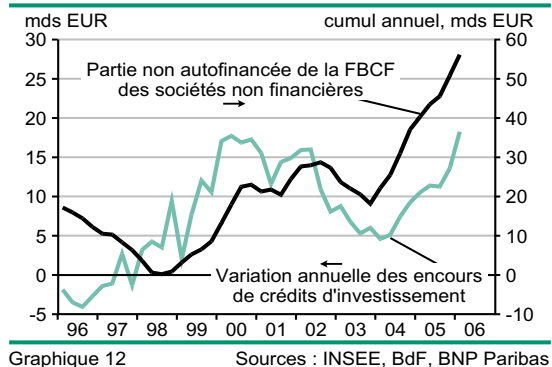
Les encours de crédit bancaire ont continué d'accélérer durant le premier trimestre 2006, prolongeant la tendance de 2005, avant de voir leur taux de

glissement annuel se stabiliser à un niveau légèrement supérieur à 10% au second. En dépit du ralentissement du volume d'investissement des sociétés non financières au premier trimestre (+3,0% en glissement annuel contre +4,2% au quatrième trimestre 2005), la baisse du taux d'autofinancement a entraîné une poursuite de l'accélération de l'encours en variation annuelle (cf. graphique 12). Pour leur part, les encours de crédits de trésorerie furent caractérisés par des taux de progression à la fois plus élevés et plus fluctuants (entre 14% et 17% en glissement annuel depuis mars). Dans un contexte de déstockage, les mouvements récents furent principalement justifiés par l'élargissement des besoins en fonds de roulement consécutif à la reprise de l'activité et par les opérations de croissance externes, fortement consommatrices de *cash*.

Au demeurant, la proportion de prêts à taux révisable a semblé davantage influencée par le niveau absolu des taux à court terme que par la pente de la courbe des taux. Ainsi, la requalification transitoire de la courbe des rendements, inhérente à la remontée des taux à long terme, au cours des cinq premiers mois de l'année s'est accompagnée d'un léger recul de la proportion de prêts à taux révisable, passée de 77,6% en février à 75% en mai, dans le sillage de la hausse de l'Euribor 3 mois. Selon l'enquête de la Banque de France du deuxième trimestre 2006 sur le coût du crédit aux entreprises, la remontée de ce dernier, amorcée au quatrième trimestre 2005, s'est poursuivie pour l'ensemble des catégories de concours hormis l'escompte dont le taux a légèrement reflué (-4 points de base). Les découverts et les prêts à moyen et long terme ont enregistré les plus fortes hausses trimestrielles (respectivement +48 et +36 points de base au cours du trimestre) tandis que les crédits à court terme se sont renchérissés plus modérément (+19 points de base).

A court et moyen terme, le crédit bancaire devrait subir des influences opposées. La politique monétaire pourrait, en effet, exercer un effet plus coercitif sur la demande de crédit. Le phénomène pourrait, toutefois, être tempéré par un report d'ampleur limitée vers les financements à taux fixe, dans un contexte d'élargissement des besoins de financement consécutif à l'éclaircie conjoncturelle. Les encours de crédit bancaire devraient finalement conserver des rythmes de progression honorables, compris entre 8% et 10% au cours des prochains mois.

Investissement, autofinancement et crédit



Graphique 12 Sources : INSEE, BdF, BNP Paribas

Financements de marché : le redémarrage des émissions de titres à court terme peine à redynamiser l'encours

L'encours des financements de marché, majoritairement constitué de financements à plus d'un an (environ 85%), a quasiment stagné depuis la fin de 2005 (-0,2% durant les cinq premiers mois de 2006) et accusait toujours un net repli sur un an en mai 2006 (-3,6% par rapport à mai 2005).

En mai 2006, l'encours des financements de marché de faible maturité (moins d'un an) avait accompli la moitié du rattrapage entre son point bas de décembre 2005 (+13,5% au cours des cinq premiers mois de l'année) et le niveau qui prévalait un an plus tôt. Il accusait encore un recul très significatif sur un an en mai 2006 (-13,2% par rapport à mai 2005). Affichant une contraction plus limitée (-1,7% en glissement annuel) que les financements à moins d'un an, l'encours des financements à plus d'un an a accentué son repli au cours des cinq premiers mois de l'année (-2,3% par rapport à décembre 2005), effaçant de la sorte le redressement de l'été 2005. A l'instar de 2005, les émissions obligataires des sociétés non financières sur la place de Paris sont demeurées négatives au premier semestre 2006. Les remboursements ont excédé les émissions brutes de 13,9 milliards d'euros entre juillet 2005 et juin 2006, après 14 milliards sur l'ensemble de 2005. Le taux de l'OAT, qui avait déjà regagné 25 points entre son point bas de septembre 2005 et le niveau de décembre, s'est, depuis lors, encore accru de plus de

60 points jusqu'en juin 2006. En outre, au cours des six premiers mois de l'année les spreads relatifs aux obligations privées se sont élargis de 6 points de base en moyenne par rapport aux six mois précédents.

Le léger repli de la proportion des financements de marché à moins d'un an dans le total de l'encours par rapport à la même période de l'année précédente est à mettre en relation avec l'aplatissement de la courbe des taux dans le sillage du cycle de resserrement monétaire initié en décembre 2005. A supposer une réaction modeste des taux à long terme, les relèvements supplémentaires du taux refi (+50 points de base), que la BCE pourrait décider à l'automne, pourraient favoriser les arbitrages en faveur des financements à long terme et enrayer le recul de l'encours.

Un contexte propice aux opérations financières

Les ingrédients du maintien à un niveau élevé des opérations financières semblent réunis. Après les restructurations et assainissements de bilans de l'après-bulle, l'heure est désormais au redéploiement. Les niveaux attractifs des taux d'intérêt et des multiples de valorisation boursière, la vigueur de la croissance mondiale accroissent le levier financier et encouragent le montage d'opérations d'envergure. Au-delà des facteurs financiers, l'évolution du contexte réglementaire, par la libéralisation de certains secteurs d'activité (énergie, télécoms), introduit de nouvelles opportunités. L'intégration des marchés tend à accroître la taille critique. Par ailleurs, alors que les errements passés les rendaient encore réticents au cours des exercices précédents, les investisseurs sont revenus à de meilleures dispositions à l'égard des acquisitions dès lors qu'elles présentent un véritable sens industriel.

Contrairement à la vague d'opérations du tournant du siècle, centrée sur les nouvelles technologies de l'information et de la communication, les opérations s'étendent aujourd'hui à de nombreux secteurs d'activité traditionnels et impliquent des entreprises de tailles très diverses.

Forte accélération des fusions-acquisitions et des augmentations de capital au premier semestre 2006

Le montant des fusions-acquisitions annoncées a atteint un niveau très élevé⁽¹⁴⁾ en France au premier semestre 2006, selon Thomson Financial, à 110,8

milliards de dollars contre 35,9 milliards au cours de la même période de l'année précédente.

D'importants rapprochements se sont déroulés ou sont en cours pour 2006 : Suez et Gaz de France pourraient boucler la fusion qu'ils ont annoncée au début du mois de février dernier, Alcatel a conclu un accord de fusion avec son homologue américain Lucent et prévoit de regrouper son activité satellite avec celle de Thales, autre société du CAC 40. Le cimentier Lafarge a racheté les minoritaires de sa filiale américaine ; Saint-Gobain a mené à bien son offre non sollicitée sur le britannique BPB ; Bouygues a acquis 21% du capital d'Alstom.

Par ailleurs, la récente correction des marchés boursiers ne semble pas de nature à inciter les acteurs à l'attentisme. Quasiment neutre sur la valorisation relative et la fraction de l'opération financée par échange d'actions, elle constitue plutôt un facteur favorable pour la portion de l'opération financée en *cash*, en limitant la valorisation de la cible.

Parallèlement au redémarrage des fusions-acquisitions, les émissions d'actions ont doublé sur la place de Paris entre les sept premiers mois de 2005 (11,3 milliards) et la même période de 2006 (22,5 milliards). Selon les statistiques d'Euronext, la diminution des flux d'introduction en Bourse (3,6 milliards au cours des sept premiers mois de 2006 après 4,8 milliards en 2005) a été largement compensée par l'explosion des augmentations de capital (18,9 milliards d'euros contre 6,4 milliards un an plus tôt). S'il se confirme, le retour du thème de la croissance, tant organique qu'externe, en 2006 devrait limiter les rachats d'actions en 2006 et 2007.



Le nouvel effritement du taux de marge au premier trimestre 2006 est vraisemblablement le dernier de la série. Le redémarrage des exportations et le rétablissement d'une contribution trimestrielle positive de la balance commerciale au premier trimestre puis le rebond de la croissance au deuxième constituent, en effet, des signaux extrêmement positifs pour les entreprises françaises. S'il se confirme, le raffermissement de la croissance

européenne au premier semestre 2006 limiterait le risque inhérent à l'appréciation inévitable de l'euro sur la pérennité de la reprise. L'amélioration des conditions d'exploitation devrait, toutefois, demeurer modeste au cours des prochains mois et s'accompagner d'une croissance des résultats des entreprises françaises sans commune mesure avec celle observée lors la précédente phase d'expansion (1997-2000). Contrairement à ce que l'on a pu observer lors des exercices précédents, le resserrement de l'écart entre la croissance mondiale et la croissance hexagonale pourrait contribuer à réduire la dichotomie entre grandes entreprises et PME. Les premières, tout en conservant des niveaux de rentabilité très élevés, devraient voir le rythme de croissance de leurs résultats s'infléchir progressivement tandis que les secondes, bénéficiant de la reprise française et européenne, devraient profiter d'un nouvel élan. Ce scénario raisonnablement optimiste suppose, néanmoins, un ralentissement modéré de la locomotive américaine et reste entaché d'importants aléas : le climat géopolitique au Proche-Orient et les cours du pétrole.

Les défaillances d'entreprises, en baisse en 2006, pourraient s'accroître en 2007 sous l'effet de la hausse de la charge financière. Associées au redressement des capacités d'autofinancement, les conditions de crédit encore très attractives devraient contribuer à préserver le rythme des investissements. Dans le même temps, la demande de financements devrait être également motivée par la reconstitution graduelle des stocks et d'importants volumes d'opérations financières. Le crédit bancaire jouerait toujours un rôle déterminant dans la couverture de ces besoins, même dans l'hypothèse d'une reprise des financements obligataires qui demeurent l'apanage des grandes entreprises. Ces dernières, très confortablement dotées en liquidités, et dont une fraction conséquente de la dette financière est obligatoire, apparaissent relativement moins exposées aux effets du resserrement monétaire que les PME.

NOTES

(1) *Informations rapides - Chiffres d'affaires dans l'industrie et la construction – INSEE.*

(2) *Résultat financier "brut", avant amortissements et provisions, non retracés par la comptabilité nationale.*

(3) *La notion de comptabilité privée la plus proche de l'épargne brute est celle de bénéfices réinvestis. Dans ce dernier cas, il s'agit toutefois d'une épargne nette des dotations aux amortissements et aux provisions.*

(4) *Y compris Arcelor, temporairement retiré de la cote le 16 juin 2006 à la suite de l'OPA non sollicitée du groupe d'origine indienne Mittal.*

(5) *Enquête mensuelle dans l'industrie – juillet 2006 (publiée le 25 juillet 2006).*

(6) *En raison, notamment, de l'effet mécanique de l'augmentation des créations d'entreprises au cours des trimestres précédents.*

(7) *Ne sont ici recensées que les liquidations judiciaires "directes", i.e. sans redressement judiciaire préalable.*

(8) *Enquête sur les investissements dans l'industrie – juillet 2006 (publiée le 25 août 2006).*

(9) *Enquête trimestrielle dans l'industrie – avril 2006.*

(10) *Trésorerie, équivalents de trésorerie et valeurs mobilières de placement minorés de la dette financière brute.*

(11) *Lettre Vernimmen, février 2006.*

(12) *Enquêtes sur les investissements dans l'industrie menées par l'INSEE en janvier, avril et juillet 2006.*

(13) *Enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie - juillet 2006 (publiée le 25 juillet 2006).*

(14) *A titre de comparaison, les montants semestriels de fusions-acquisitions impliquant des sociétés françaises s'étaient élevés à 180,7 milliards d'euros au deuxième semestre 2000. Source : Fusions & Acquisitions Magazine.*

Achevé de rédiger le 25 août 2006
laurent.ignon@bnpparibas.com

Philippe d'ARVISENET Chef Economiste	01.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
<u>ECONOMIES OCDE</u>		
Philippe d'ARVISENET	01.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
Eric VERGNAUD Questions structurelles, prévisions	01.42.98.49.80	eric.vergnaud@bnpparibas.com
Caroline NEWHOUSE-COHEN Conjoncture Pays	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ETATS-UNIS, CANADA Jean-Marc LUCAS	01.43.16.95.53	jean-marc.lucas@bnpparibas.com
JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ZONE EURO, FINANCES PUBLIQUES Florence BARJOU	01.42.98.27.62	florence.barjou@bnpparibas.com
FRANCE, MARCHE DU TRAVAIL ZONE EURO Mathieu KAISER	01.55.77.71.89	mathieu.kaiser@bnpparibas.com
ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, ELARGISSEMENT UE Eric VERGNAUD	01.42.98.49.80	eric.vergnaud@bnpparibas.com
EUROPE DU SUD, MARCHE FINANCIER UNIQUE Marion GIRARD-VASSEUR	01.42.98.44.24	marion.girard-vasseur@bnpparibas.com
ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES, BENELUX, PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME Raymond VAN DER PUTTEN	01.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
<u>ECONOMIE BANCAIRE</u>		
Van NGUYEN THE Responsable	01.43.16.95.54	van.nguyenthe@bnpparibas.com
Laurent QUIGNON	01.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
<u>RISQUES PAYS</u>		
Guy LONGUEVILLE Responsable	01.43.16.95.40	guy.longueville@bnpparibas.com
ASIE Delphine CAVALIER	01.43.16.95.41	delphine.cavalier@bnpparibas.com
Alexandre VINCENT		
AMERIQUE LATINE Christine PELTIER	01.42.98.26.77	christine.peltier@bnpparibas.com
Bérénice PICCIOTTO	01.42.98.74.26	berenice.picciotto@bnpparibas.com
AFRIQUE Stéphane ALBY	01.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
Gaëlle LETILLY	01.42.98.56.27	gaelle.letilly@bnpparibas.com
EUROPE DE L'EST – FLUX DE CAPITAUX VERS LES PAYS ÉMERGENTS François FAURE	01.42.98.79.82	francois.faure@bnpparibas.com
RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES Tatiana ESANU	01.42.98.48.45	tatiana.esanu@bnpparibas.com
MOYEN-ORIENT – SCORING Pascal DEVAUX	01.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com

- **Conjoncture** traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- **Conjoncture - Taux - Change** assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- **Finances publiques dans la zone euro.** Cette publication paraît chaque trimestre.
- **EcoFlash** est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- **EcoWeek** étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque lundi).

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez contacter notre secrétariat :
Chantal CAZES : +33 (0)1 42 98 58 91 - chantal.cazes@bnpparibas.com

La revue *Conjoncture* reflète l'opinion des *Etudes Economiques* de BNP Paribas. Elle est publiée uniquement à titre informatif. Ni l'information contenue, ni les opinions exprimées ne constituent une offre ou une sollicitation en vue d'acheter ou vendre un quelconque placement. L'information présentée émane de sources considérées comme fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après "BNP Paribas"), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véacité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit en tout ou partie ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) et des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

Etats-Unis : ce document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Royaume-Uni : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority ("FSA") pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmise à ces personnes privées.

Japon : ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

Hong Kong : ce document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

Singapour : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act.

© BNP Paribas (2004). Tous droits réservés

Bulletin édité par les *Etudes Economiques* - BNP Paribas

Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 Paris

Tél. : +33 (0)1 42 98 12 34 - Internet : www.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Michel Pébereau

Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA - Dépôt légal : Août-Septembre 2006

ISSN : 0338-9162 - Copyright BNP Paribas

