

# L'endettement des entreprises françaises : quels risques ?

## Introduction

Le Haut Conseil de la Stabilité Financière a récemment lancé un dispositif visant à limiter l'exposition des grandes banques françaises aux entreprises résidentes les plus endettées. La dynamique d'endettement des entreprises françaises est à contre-courant des autres entreprises européennes, qui se désendettent depuis la fin de la crise. Cette Lettre cherche à en comprendre les raisons.

Elle montre que, dans un contexte de faibles taux d'intérêt, l'endettement est un choix des entreprises dans la mesure où il n'émane pas d'un besoin particulier de trésorerie, mais qu'il est le fondement d'une stratégie d'investissement polymorphe : investissement corporel et incorporel, investissement financier, fusions-acquisitions. L'effet accélérateur de ces choix d'investissement sur la croissance de la valeur ajoutée n'apparaît pas spontanément. Et dans la mesure où ils se basent principalement sur la hausse des valorisations boursières et le maintien des taux bas, les entreprises paraissent particulièrement vulnérables à un éventuel retournement de cycle économique.

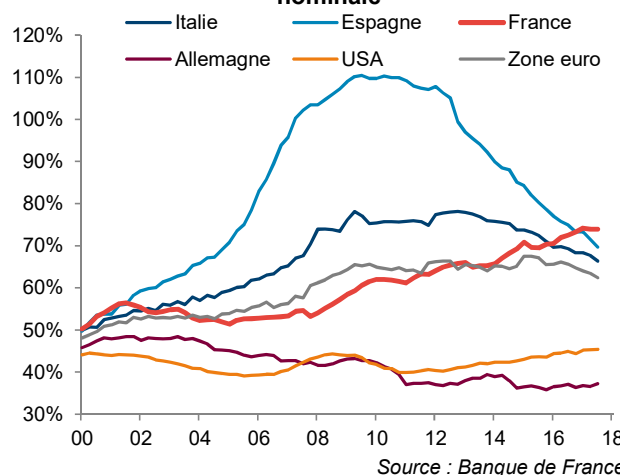
Cette Lettre expose dans un premier temps les caractéristiques de l'endettement des sociétés françaises. Elle met ensuite en lumière les différents usages de l'endettement : hausse de la formation brute de capital fixe (FBCF) et augmentation de l'investissement financier et de l'investissement externe, puis expose les motifs et les risques qui en découlent. Elle envisage ensuite deux scénarios d'évolution en 2018.

## 1. L'évolution atypique de l'endettement des entreprises françaises

Depuis 2009, l'endettement des entreprises françaises s'est fortement accru, en passant de 58% du PIB en 2009 à 71,6% au T3 2017. Cette hausse pourrait s'expliquer par les niveaux exceptionnellement bas des taux d'intérêt sur la dette totale (de 5,5% en 2009 à 1,9% en 2017). Néanmoins, les entreprises des autres pays européens, qui bénéficient elles aussi des taux bas, ont opté pour une dynamique diamétralement opposée puisqu'elles ont fait le choix du désendettement (graphique 1). Ainsi, depuis 2009, le taux d'endettement des sociétés non

financières (SNF) de la zone euro a diminué de 3,1 points quand celui de la France a augmenté de 14 points. Plus particulièrement, au T2 2017, la croissance des crédits bancaires alloués aux SNF de la zone euro s'est établie à +0,6% avec une contribution française de +1,1% et une contribution du reste de la zone euro de -0,5%. Pour les titres de créances de marché, la croissance des encours en zone euro s'est élevée à +5,4% dont une contribution française de +3,1% (Haut Conseil de la Stabilité Financière, 2017).

**Graphique 1 : Taux d'endettement brut des sociétés non financières, en % PIB, valeur nominale**



L'endettement français est davantage marqué pour les grandes entreprises (GE) et les entreprises de taille intermédiaire (ETI) que pour les petites et moyennes entreprises (PME). En effet, entre 2011 et 2016, les deux premières catégories d'entreprises ont vu leur endettement progresser de 30 points et 20 points respectivement tandis qu'il a augmenté de 2 points seulement pour les PME<sup>1</sup>. Dans la mesure où ces grandes entreprises ont un accès facilité au marché, la composition de l'endettement a également considérablement évolué : il provient davantage des marchés financiers que du secteur bancaire. Entre 2011 et 2017, l'endettement obligataire des GE a progressé de +48%, contre +9% pour leurs crédits bancaires.

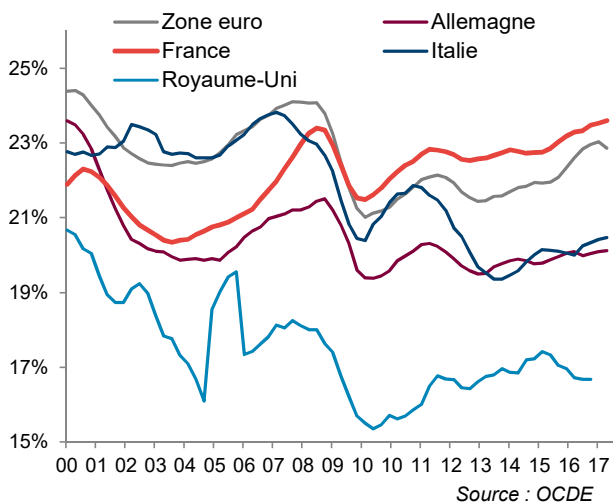
<sup>1</sup> Haut Conseil de Stabilité Financière (2017), « État des lieux de l'endettement des agents privés non financiers », rapport, décembre.

## 2. Un investissement en hausse mais pas toujours productif

L'endettement des SNF peut s'expliquer par un taux d'autofinancement<sup>2</sup> qui se situe à un niveau relativement bas sur la période 2009-2014, entre 70 et 80%. Ce taux reflète la capacité des entreprises à financer leurs investissements grâce à leur trésorerie interne, c'est-à-dire grâce à l'ensemble des ressources brutes qui découlent du processus d'exploitation. En 1999, le taux d'autofinancement des SNF atteignait 100%. Tous les investissements étaient ainsi financés par la trésorerie interne. Le taux d'autofinancement est remonté sensiblement en 2015, mais il reste inférieur à celui des entreprises des principaux pays européens. En 2017, il était de 95,5% en France, contre 113% en moyenne dans la zone euro.

Cette spécificité française dans l'évolution du taux d'autofinancement peut alors s'expliquer par deux raisons. Premièrement, le fait que le taux de marge des SNF en France soit inférieur à celui de la zone euro aboutit à une moindre trésorerie pour financer l'investissement. Deuxièmement, un accroissement des investissements des SNF requiert, à niveau de trésorerie équivalent, des ressources de financement supplémentaires. Sur ce plan, la France se différencie à nouveau de ses voisins européens par le dynamisme de l'investissement corporel et incorporel des SNF. Fin 2017, le taux d'investissement<sup>3</sup> brut des SNF incluant la construction s'est élevé à 24%, au plus haut historique depuis 30 ans (graphique 2). Une partie du recours à l'endettement s'explique donc par la nécessité de financer la progression des dépenses d'investissement.

**Graphique 2 : Taux d'investissement brut des SNF en % VA**



L'analyse des composantes de l'investissement permet de mettre en évidence l'évolution de sa structure et de mieux comprendre sa dynamique. Jusqu'à 2008, l'investissement en machines et équipements était la première composante de la FBCF. La part de ce type d'investissement a baissé de 10 points de 2000 à 2014, pour atteindre 34% en fin de période, son niveau le plus bas depuis 1980<sup>4</sup>. Inversement, la part de l'investissement en construction a connu une progression de 10 points de 2000 à 2011, jusqu'à représenter 36% de l'investissement, devenant ainsi sa première composante, avant de reculer à 33% en 2015. Ces

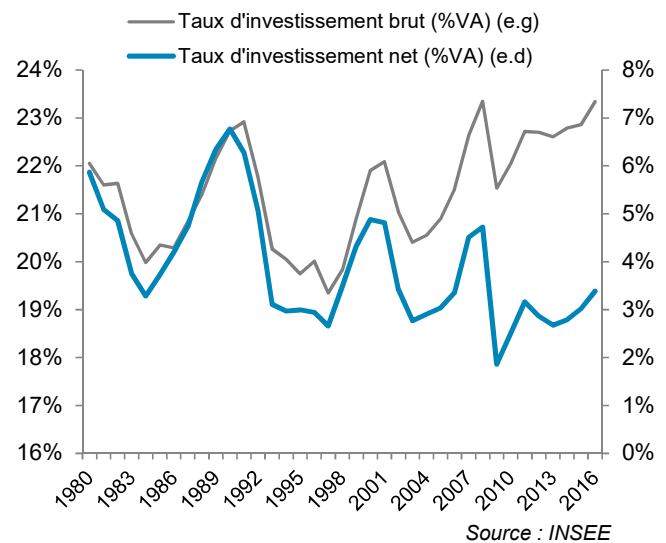
<sup>2</sup> Rapport entre l'épargne de l'entreprise et son investissement.

<sup>3</sup> Rapport entre la formation brute de capital fixe et la valeur ajoutée.

<sup>4</sup> Sicsic P. (2018), « Le taux d'investissement net est plus bas qu'à la fin des années 80 », blog Banque de France, 7 mai.

investissements en construction sont recherchés comme une classe d'actifs s'auto-valorisant dans les bilans des entreprises. Ils leur servent ainsi de collatéral pour obtenir de nouveaux crédits à des conditions avantageuses<sup>5</sup>. Enfin, la part de l'investissement en droits de propriété intellectuelle a augmenté sur l'ensemble de la période, pour s'établir à 34% en 2015. Or ce type d'investissement, composé notamment de recherche & développement, logiciels et bases de données, se déprécie plus vite que les biens d'équipement (30% contre 15-16%), et de façon croissante, alors que la dépréciation des biens d'équipement reste stable dans le temps. Il en résulte une hausse de la consommation de capital fixe des SNF, laquelle induit, à partir de 2000, un décrochage entre le taux d'investissement brut et le taux d'investissement net (graphique 3).

**Graphique 3 : Taux d'investissement net et brut en valeur**



L'investissement supplémentaire financé par endettement n'a alors pas été un investissement de modernisation, de création de valeur ajoutée et de montée en gamme, mais plutôt un investissement de remplacement du capital existant. Néanmoins, cette hausse de la consommation de capital fixe n'est toutefois pas spécifique à la France. Elle concerne tous les pays européens, si bien que le taux d'investissement net en France reste supérieur à celui de ses principaux partenaires<sup>6</sup>.

La hausse de l'endettement, en plus de financer un investissement peu productif, apparaît également comme la pierre angulaire d'une stratégie plus risquée, celle de l'investissement financier à effet de levier. De même, cette stratégie est faiblement créatrice de valeur ajoutée.

## 3. Une hausse de l'investissement financier et externe

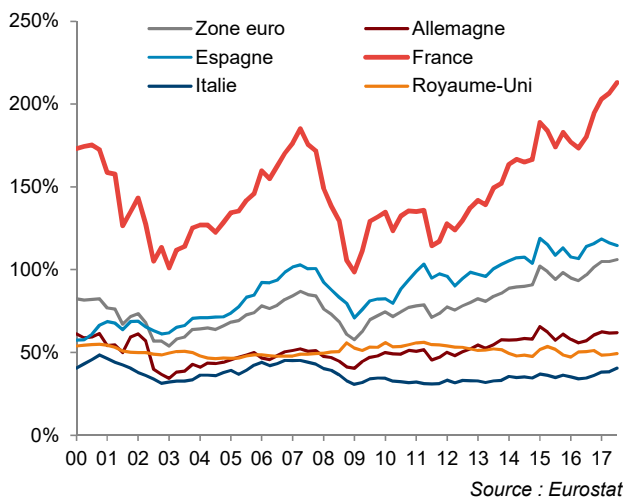
Dans les comptes financiers des SNF françaises, le poste « acquisitions d'actions et de parts sociales » a bondi de 1 320 milliards d'euros entre 2014 et 2017. L'achat massif d'actions par les entreprises est une véritable spécificité française (graphique 4). Il est particulièrement marqué chez les entreprises les plus endettées, ce qui laisse penser que les SNF s'endettent également pour acheter des titres financiers. Cette stratégie s'apparente à

<sup>5</sup> Aglietta M., Ragot X. (2015), « Érosion du tissu productif en France. Causes et remèdes », *Revue de l'OFCE* 2015/6, n° 142, pp. 95-150.

<sup>6</sup> Sicsic P. (2018), « Une vision après dépréciation du compte des sociétés non financières », blog Banque de France, 11 avril.

celle du *Carry Trade* sur les monnaies. C'est une technique de trading qui consiste à s'endetter à taux bas dans l'espoir d'un meilleur rendement lors d'un placement financier. Elle s'appuie donc sur les écarts de taux. Dès lors, elle ne sera pérenne que si cet écart subsiste, c'est-à-dire si les revenus des titres de propriétés continuent de progresser et que les taux d'intérêt restent faibles. Il s'agit par conséquent d'une stratégie risquée, notamment depuis le retour de la volatilité sur les marchés financiers et la normalisation de la politique monétaire européenne.

**Graphique 4 : Encours d'actions et de parts de fonds d'investissement en % du PIB en valeur**



Plus particulièrement, cette hausse de l'investissement financier reflète une activité intense d'acquisition d'entreprises via les LBO<sup>7</sup> (*leverage buy-out*) et filialisations : les fusions-acquisitions impliquant des entreprises françaises ont atteint 245,8 milliards de dollars en 2017, le plus haut niveau depuis 2007 (Thomsons Reuters). Cette dynamique apparaît particulièrement marquée dans les grands groupes où seul l'investissement de croissance a contribué positivement à la hausse de l'investissement total<sup>8</sup>. Ces investissements conduisent les entreprises qui les effectuent à enregistrer des survaleurs, les *goodwills*. Il s'agit d'écarts d'acquisition qui reflètent la différence entre la valeur comptable de l'entreprise acquise, telle qu'elle ressort de ses capitaux propres, et sa valeur marchande. Ces écarts sont liés notamment à la difficulté de traduire comptablement certains éléments, comme le capital humain, l'image de marque ou le pouvoir de négociation d'une entreprise. Ces écarts d'acquisition entre la valeur de marché et la valeur économique de l'entreprise achetée augmentent avec la hausse des cours boursiers. Ils représentent 339 milliards d'euros et affichent une progression constante depuis 4 ans (+21%). Les entreprises suivant une stratégie de croissance externe parient donc sur la poursuite de la hausse des valorisations boursières. Or le fait que les marchés soient à un niveau élevé (l'indice MSCI France est en progression depuis la crise et a presque atteint ses records de 2007 et 2001 en 2017) signifie que les valeurs d'acquisition sont elles-mêmes élevées, ce qui a pu conduire certains groupes à payer trop cher les entreprises acquises. Il en résulte un possible risque de dépréciation des *goodwills* en cas de retournement des cours.

<sup>7</sup> Un LBO désigne le rachat des actions d'une entreprise financé en grande partie par endettement bancaire ou obligataire. Concrètement, une société holding s'endette pour racheter une société cible. Elle remboursera les intérêts de sa dette d'acquisition grâce aux dividendes provenant de la société rachetée.

<sup>8</sup> Charasson-Jasson H. (2017), « L'endettement des grands groupes français : comment évolue-t-il ? Que finance-t-il ? », *Bulletin de la Banque de France*, n°214, Novembre-décembre 2017, pp. 73-83.

#### 4. L'endettement a-t-il atteint un seuil critique ?

La stratégie d'endettement des entreprises paraît risquée compte tenu des niveaux atteints, et dans la mesure où elle fait le pari d'un maintien des taux bas et d'une poursuite de la hausse des valorisations boursières qui sont pour le moins incertains. Néanmoins, les risques peuvent être nuancés par le fait que les grandes entreprises ont accumulé des liquidités à l'actif de leur bilan et des capitaux propres au passif, qui pourront leur servir en cas de retournement de cycle.

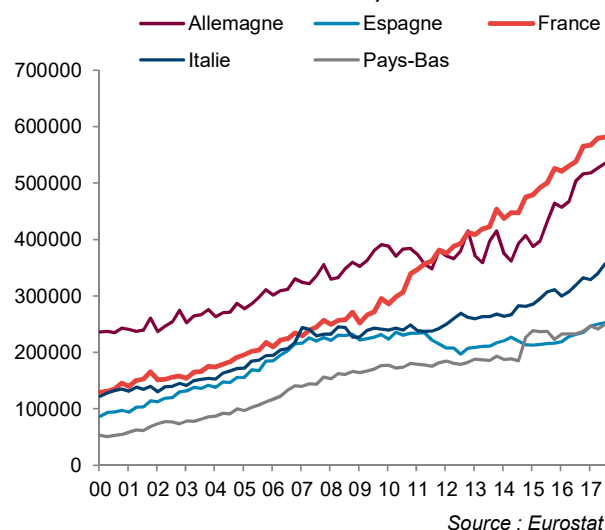
##### *Une atténuation des risques par la hausse des liquidités et des capitaux propres*

Depuis 2010, les encours d'actifs liquides des SNF (dépôts, SICAV monétaires, CAT, SCPI, etc.) ont bondi de 103% alors que les actifs totaux ont augmenté de 86%. Leur part dans les actifs totaux est passée de 5,8% à 7,4% en 7 ans. Cette accumulation de liquidités est corrélée à la hausse de l'endettement, particulièrement dans les grandes entreprises. Là encore, cette accumulation de liquidités est spécifique aux entreprises françaises (graphique 5).

C'est pourquoi l'Insee a calculé un taux d'endettement corrigé des liquidités : le taux d'endettement net. Celui-ci est passé de 46% du PIB en 2008 à 49% en 2017<sup>9</sup>. La hausse est donc limitée si on la compare à celle de l'endettement brut. Par conséquent, le risque financier est contenu puisque ces liquidités pourraient être mobilisées pour faire face aux échéances de remboursement.

Par ailleurs, on note un renforcement des capitaux propres des SNF de 20,6% entre 2012 et 2016. Ces derniers proviennent autant d'origine externe (augmentation du capital) que d'origine interne (résultats). Ainsi, sur cette période, les ratios de levier (dette nette/capitaux propres) ont diminué progressivement (ils sont passés de 85 à 80%), ce qui permet d'assurer, en partie, la solvabilité des entreprises françaises.

**Graphique 5 : Actifs liquides des SNF (en millions)**



##### *Quels risques et évolutions pour 2018 ?*

Dans l'hypothèse où les marchés financiers ne se retournent pas, les entreprises continueraient d'investir fortement, d'autant que les critères d'octroi de prêts aux sociétés par les banques se sont

<sup>9</sup> Khder M.-B., Rousset C. (2017) « Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ? », *Note de conjoncture*, INSEE, décembre, pp. 19-38.

nettement assouplis au premier trimestre 2018 dans la zone euro, et davantage en France<sup>10</sup>. Dans l'industrie, les taux d'utilisation des capacités de production se situent à 85%, frôlant les 86-87% atteints en 2000 et 2008. Les enquêtes d'opinion montrent que les anticipations se situent à un niveau élevé.

Ces investissements seraient facilités par un possible redressement du taux d'autofinancement des entreprises, ce qui détendrait la contrainte de financement externe. La baisse de l'investissement en construction et la remontée de l'investissement en biens d'équipement, davantage producteur de valeur ajoutée, y contribueraient également. Le taux de marge des SNF, remonté à près de 32% en 2016, se stabiliserait à ce niveau. En 2017, le Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) a eu un effet positif sur la rentabilité des entreprises et les dividendes sont restés contenus ; en 2018, le taux de marge serait globalement peu affecté par les mesures fiscales : il serait mécaniquement renforcé par la hausse du taux de CICE de 6% à 7% (au titre de l'année 2017, versé en 2018) et la baisse de l'impôt sur les sociétés (IS) pour les entreprises ayant un bénéfice imposable supérieur à 500 000 euros, mais réduit par la contribution exceptionnelle sur l'IS<sup>11</sup>. Dans l'industrie, le taux de marge est au plus haut depuis le début des années 2000. Dans le meilleur des cas, celui d'une stagnation, voire d'une baisse, des dividendes versés, on pourrait ainsi imaginer une diminution des flux d'endettement.

Dans l'hypothèse d'une chute des cours boursiers, la valeur des nombreux actifs financiers présents dans le bilan des SNF s'effondrerait. Cet effet richesse négatif se produirait également dans le cas des investissements de croissance externe. A partir du moment où les prix d'acquisition de certaines filiales auraient été largement surévalués, les groupes subiraient une dépréciation de leurs capitaux propres. Une évolution boursière défavorable susciterait alors un risque non négligeable de contraction du résultat par imputation de provisions pour dépréciation. Celle-ci serait susceptible de déclencher un processus cumulaif à la baisse<sup>12</sup>. La remontée des taux d'intérêt qui en découlerait alourdirait la charge de la dette, qui deviendrait rapidement insoutenable. De surcroît, lors d'un rachat d'une société, le repreneur n'acquiert pas seulement l'actif, mais également le passif de l'entreprise. Ainsi, en plus du risque de surévaluation des actifs, la vente peut révéler des passifs dissimulés, souvent de mauvaise qualité, qui pèsent encore davantage sur la valeur totale du passif du groupe.

Aujourd'hui, même si le coût du crédit est faible, la charge d'intérêt des SNF s'élève déjà à 14% de l'Excédent brut d'exploitation, contre 6% pour la moyenne de la zone euro. Une remontée des taux pourrait provoquer une hausse de cette charge puisque les SNF sont endettées à taux variable pour environ 65% de leur encours. En outre, contrairement aux ménages, les SNF doivent fréquemment renouveler leurs dettes. Elles seraient donc fortement touchées en cas de hausse brutale des taux d'intérêt. Ainsi, l'augmentation de la charge de la dette et la perte de richesse financière inciterait les entreprises à se désendetter au plus vite et à vendre leur actifs dévalorisés, ce qui

alimenterait la spirale négative et aurait des impacts récessifs sur le reste de l'économie (croissance, demande, emploi).

Un autre scénario possible est celui d'une dévalorisation boursière progressive, en provenance des USA. La bourse américaine semble en effet atteindre un pic : l'indice S&P 500 surplombe son record de 2008 de 82,3% et le PER<sup>13</sup>, qui reflète la surévaluation des actions, est supérieur de 10 points par rapport à 2007. Les tensions sur le marché du travail s'accroissent, parallèlement à l'inflexion de la politique monétaire. Néanmoins, l'ancrage des anticipations d'inflation et les deux mini krachs boursiers observés en février et mars éloignent le risque d'un krach massif. Toujours est-il qu'une dévalorisation boursière progressive aurait des conséquences similaires à celles d'un krach, avec un rythme plus lent.

## Conclusion

La dynamique de l'endettement des entreprises françaises est singulière. Celui-ci a augmenté de façon continue depuis 2008 alors qu'il s'est réduit dans les principales économies européennes. Cette particularité s'explique par un taux d'autofinancement plus faible que dans les principales économies européennes et par un taux d'investissement brut plus élevé. Toutefois, cet investissement produit peu de valeur ajoutée car la part de l'investissement en construction (qui nourrit lui-même l'endettement) s'est accrue au détriment de l'investissement en machines et biens d'équipement, et parce que la montée de l'investissement en droits de propriété intellectuelle aboutit une dépréciation plus grande et plus rapide des actifs qui se traduit par une augmentation de la consommation de capital fixe. Au total, le taux d'investissement net s'en trouve réduit, mais il redémarre à partir de 2015 grâce à un contexte favorable dans un environnement de faibles taux d'intérêt.

Ce contexte incite également les entreprises à s'endetter, d'autant plus qu'elles ont accumulé des liquidités, pour effectuer des investissements financiers et des investissements de croissance externe. Elles ancrent leurs anticipations dans un marché boursier haussier. Néanmoins, les niveaux atteints par ces derniers conduisent à une augmentation des goodwill pouvant exprimer une surévaluation des prix d'acquisition des filiales. Une configuration boursière défavorable conduirait alors à leur dépréciation. Celle-ci produirait une contraction des résultats des entreprises qui serait préjudiciable à l'investissement. Par conséquent, alors que l'investissement des entreprises françaises est plus élevé que celui des entreprises des principales économies européennes, il pourrait être amoindri à l'avenir par une hausse des taux d'intérêt ou une dévalorisation boursière, dont les effets seraient accrus en raison d'un niveau d'endettement plus élevé.

### Centre Etudes & Prospective du Groupe ALPHA

20-24 rue Martin Bernard 75013 Paris - Tél. : 01 53 62 70 00

Directeur de la rédaction : Alain Petitjean, Directeur du Centre Etudes & Prospective

Rédacteurs : Antoine Rémond et Alice Rustique – Mai 2018

<sup>10</sup> Banque Centrale Européenne (2018), « The euro area bank lending survey – First quarter of 2018 », Avril.

<sup>11</sup> Afin de compenser l'annulation de la taxe sur les dividendes par le Conseil constitutionnel, la loi de finances 2018 a créé une contribution exceptionnelle sur l'IS pour les entreprises réalisant un chiffre d'affaires de plus d'un milliard d'euros, et une contribution additionnelle à celle-ci pour celles ayant un chiffre d'affaires supérieur à 3 milliards d'euros.

<sup>12</sup> Commissariat Général du Plan (2002), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, rapport du groupe de travail présidé par Dominique Plihon, La Documentation française.

<sup>13</sup> Price Earning Ratio : ratio de du prix de marché d'une action et de son historique de résultats corrigé de l'inflation.