

Quels indicateurs pour la dette des entreprises françaises ?

Un excès d'endettement constitue un risque pour une entreprise. Confrontée à l'imprévu, celle-ci risque de ne pouvoir faire face à ses remboursements et se retrouver en situation de faillite. Du point de vue du créancier, un excès d'endettement par rapport aux fonds propres peut, pour cette même raison, conduire à augmenter la prime de risque exigée, le coût du financement pour l'entreprise se trouvant de ce fait relevé.

Porter un jugement, de nature macroéconomique, sur l'endettement global de l'ensemble des entreprises françaises est rendu complexe par la multiplication des indicateurs disponibles et les conclusions parfois différentes auxquelles ils peuvent conduire.

On peut tout d'abord définir à partir des données des comptes nationaux trois champs potentiellement pertinents concernant les créanciers — du plus étroit au plus large — qui éclairent différents aspects du financement des entreprises :

- le champ le plus étroit comprend les dettes vis-à-vis du secteur financier (dette bancaire) et les titres émis hors actions ; l'indicateur correspondant, l'« endettement financier brut », ignore donc les dettes contractées par les entreprises auprès d'autres entreprises, qu'elles soient françaises ou étrangères ;*
- un champ intermédiaire comprend l'ensemble des dettes des entreprises françaises vis-à-vis des autres secteurs institutionnels de la comptabilité nationale ; l'indicateur correspondant, l'« endettement brut consolidé », inclut donc, au contraire du premier, les dettes contractées par des entreprises françaises auprès d'entreprises étrangères ;*
- le champ le plus large comprend l'ensemble des dettes inscrites au passif des entreprises françaises ; l'indicateur correspondant, l'« endettement brut non consolidé », est la simple agrégation de l'endettement brut de l'ensemble des entreprises françaises, puisqu'il inclut l'ensemble des dettes auprès d'autres entreprises, françaises ou étrangères ; il mesure l'endettement maximum dans un contexte de liquidation.*

NB : Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction de la Prévision et de l'Analyse économique et de la direction des Études et des Statistiques monétaires de la Banque de France. Il ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie et de la Banque de France.

Pour être interprétées, ces différentes mesures de la dette doivent par ailleurs être rapportées :

- à la valeur ajoutée ou à l'excédent brut d'exploitation, si on veut mesurer la capacité instantanée de remboursement de la dette et donc la soutenabilité de l'endettement ;
- aux fonds propres au coût historique, si on veut évaluer le risque pesant sur les comptes des créanciers en cas de faillite de l'entreprise ;
- aux fonds propres au prix de marché, si on veut évaluer la capacité de remboursement future de la dette, telle qu'appréciée par les marchés.

Il ressort de la construction de ces différents types de ratios sur la France que, dans un contexte de forte hausse de l'endettement depuis 1999 :

- les déséquilibres de bilan (entre dette et fonds propres) restent plus modérés que ceux du début des années quatre-vingt-dix, les entreprises françaises ayant augmenté leurs fonds propres ;
- la dette, au regard des flux de revenu des entreprises, apparaît plus élevée qu'au début des années quatre-vingt-dix lorsque sont pris en compte les crédits intragroupe, mais reste en deçà lorsqu'ils sont exclus.

Au total, on peut penser qu'au-delà des déséquilibres de bilans qui ont affecté certaines — grandes — entreprises, la période récente se caractérise aussi, et surtout, par l'accroissement de la taille globale des bilans au regard des revenus d'exploitation. Ce phénomène, qui recouvre essentiellement la croissance des actifs financiers et des dettes intragroupes, pourrait trouver son origine dans le mouvement massif de fusions-acquisitions de la fin des années quatre-vingt-dix.

En raison de nombreuses différences de données, les comparaisons internationales d'indicateurs d'endettement devraient se limiter à celles du ratio endettement financier brut/PIB.

Dominique DURANT
Banque de France
Direction des Études et Statistiques monétaires
Service des Études et Statistiques des Opérations financières
Élie GIRARD
Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie
Direction de la Prévision et de l'Analyse économique
Bureau Prévision France

1. Comment mesurer l'endettement des entreprises françaises ?

Dans les comptes nationaux financiers, le passif des sociétés non financières résidentes (qu'on appellera pour simplifier « entreprises françaises ») comprend essentiellement les actions émises par les entreprises, les titres de dette émis (titres de créance négociables et obligations), les emprunts auprès des banques, les emprunts auprès des agents non financiers et les dettes commerciales envers les fournisseurs (cf. annexe). Ces dernières sont exclues de toutes les mesures de l'endettement considérées ici, du fait de leur lien avec l'exploitation et non avec l'investissement.

Contrairement à l'autofinancement et au financement par fonds propres (actions et autres participations), le financement par endettement impose aux entreprises d'effectuer des versements périodiques — remboursement du capital et versement des intérêts — qui ne peuvent être modulés en fonction de leurs revenus d'exploitation et financiers. En cas de choc défavorable non anticipé, l'entreprise peut ainsi se retrouver dans l'incapacité d'effectuer ces versements et se retrouver en situation de faillite. Avant d'en arriver à cette extrémité, l'entreprise endettée qui fait face à un tel choc peut également réduire ses dépenses (investissement, emploi...) pour se prémunir contre le risque d'une nouvelle dégradation de ses comptes. Au niveau macroéconomique, un endettement élevé peut ainsi conduire, par le biais des comportements d'investissement et d'emploi, à amplifier les effets d'un choc défavorable.

Pour mesurer, au niveau macroéconomique, l'endettement des entreprises françaises, il faut d'abord préciser quel type de créancier considérer.

Trois approches sont possibles, selon le périmètre retenu pour définir les créanciers :

- si l'on s'intéresse uniquement aux dettes des entreprises françaises vis-à-vis des agents économiques autres que les entreprises, on obtient l'*endettement financier brut* (somme des emprunts bancaires et des titres émis, hors actions) ;
- si l'on veut refléter l'ensemble des dettes inscrites au passif des entreprises françaises — y compris les dettes vis-à-vis d'autres entreprises, notamment les dettes intragroupes — on obtient l'*endettement brut non consolidé* ;
- si l'on veut mesurer l'endettement des entreprises françaises vis-à-vis des autres secteurs institutionnels — dettes vis-à-vis du secteur financier et du reste du monde, *i.e.* vis-à-vis d'entreprises non résidentes — on obtient l'*endettement brut consolidé*.

En pratique, ces trois mesures d'endettement brut diffèrent principalement par le traitement des dettes intragroupes¹. Alors que, en comptabilité privée, les comptes consolidés d'un groupe suppriment les emprunts qui figurent à la fois à l'actif et au passif du groupe, la comptabilité nationale ne procède pas à une telle consolidation.

L'objectif de l'*endettement brut consolidé* est avant tout de construire un indicateur de la dette des entreprises françaises envers les autres secteurs et compatible avec les grandeurs de flux de la comptabilité nationale, telles que la valeur ajoutée ou l'excédent brut d'exploitation. Il consolide donc les dettes entre entreprises résidentes, mais inclut les dettes des entreprises résidentes envers des entreprises non résidentes. On élimine ainsi les « doubles comptes » : lorsqu'une entreprise française emprunte auprès d'une autre (sa maison mère par exemple) et que cette dernière a elle-même emprunté les fonds auprès d'une banque, cette dernière dette est déjà comptabilisée au passif d'une entreprise française (la maison mère) et donc dans l'endettement financier brut.

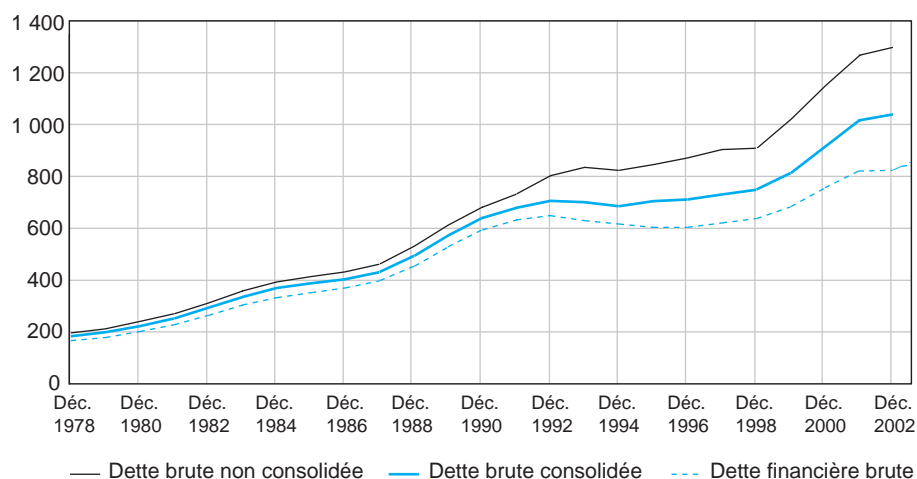
La prise en compte dans l'*endettement brut non consolidé* des dettes intragroupe franco-françaises (entre entreprises résidentes) fournit, quant à elle, rapportée au nombre d'entreprises, une mesure de la dette moyenne des entreprises résidentes. L'*endettement financier brut* revient à consolider tous les crédits interentreprises et donc l'essentiel des dettes intragroupes. Il n'introduit donc pas de distinction entre les dettes intragroupes franco-françaises et les dettes transfrontalières.

La construction d'un *endettement net* à partir de la dette brute par déduction d'éléments d'actif permettrait de mieux apprécier les problèmes de liquidité en comparant directement les dettes aux éléments d'actif susceptibles — par leur vente — de les rembourser. Mais la construction d'un tel indicateur n'est légitime que si les actifs sont parfaitement liquides et immédiatement disponibles pour rembourser les dettes. Une telle approche nécessiterait donc de classer les différents éléments d'actif selon leur liquidité, leur terme et leur risque. Celle-ci n'est pas retenue ici. Mais la dette n'est qu'un des éléments du bilan des entreprises et l'appréciation de leur situation financière doit évidemment tenir compte des évolutions de l'ensemble du bilan et du compte d'exploitation qui informent sur l'utilisation qui a été faite de la dette. Ainsi, au cours des deux dernières décennies, la valeur des actifs financiers détenus par les entreprises a crû encore plus rapidement que l'endettement.

¹ La dette des sociétés non financières sous forme d'emprunts auprès des agents non financiers, nette des créances du même type, est négligeable (0,6 % de la valeur ajoutée en 2001).

Graphique 1
Trois indicateurs de la dette des sociétés non financières françaises

(en milliards d'euros)



NB : L'encours de la dette est celui de fin d'année.

Sources : Banque de France ; calculs : Direction de la Prévision, Banque de France

L'endettement des entreprises croît rapidement entre 1987 et 1993 et entre 1998 et 2001 puis ralentit en 2002 quel que soit l'indicateur retenu (cf. graphique 1). Cette évolution est fortement corrélée à celle de l'activité. Les années 1998 à 2001 ayant été des périodes de conjoncture favorable, les entreprises ont emprunté pour financer des projets d'investissement. Le renversement de la conjoncture en 2002 a, au contraire, limité le recours à l'endettement.

L'écart entre les différents indicateurs reflète la forte progression des crédits intragroupes, notamment imputable au développement des opérations de fusion-acquisition². De nombreux groupes étant transfrontaliers, ces opérations ont, en particulier, donné lieu à une forte croissance des emprunts auprès des agents non financiers du reste du monde.

2. À quelles grandeurs macroéconomiques rapporter la dette des entreprises françaises ?

On dispose à ce stade de trois indicateurs macroéconomiques de la dette des sociétés non financières françaises. De telles mesures peuvent être utilement interprétées au regard de grandeurs macroéconomiques de flux ou de stock représentatives des sociétés non financières. On présente ci-après trois approches : la dette en part de valeur ajoutée, la dette par rapport aux fonds propres au coût historique et la dette par rapport aux fonds propres à la valeur de marché.

² Peuvent également y avoir contribué le développement des techniques de gestion centralisée de la trésorerie. Ces techniques consistent, au sein d'un groupe d'entreprises, à centraliser quotidiennement les excédents de trésorerie sur un compte géré le plus souvent chez la société mère par le trésorier du groupe. Les sociétés déficitaires en trésorerie se financent grâce au solde de ce compte. Par ailleurs, l'interdiction de rémunérer les dépôts à vue ne s'appliquant pas aux comptes des non résidents, un groupe français peut avoir intérêt à faire gérer sa trésorerie par une affiliée de droit étranger.

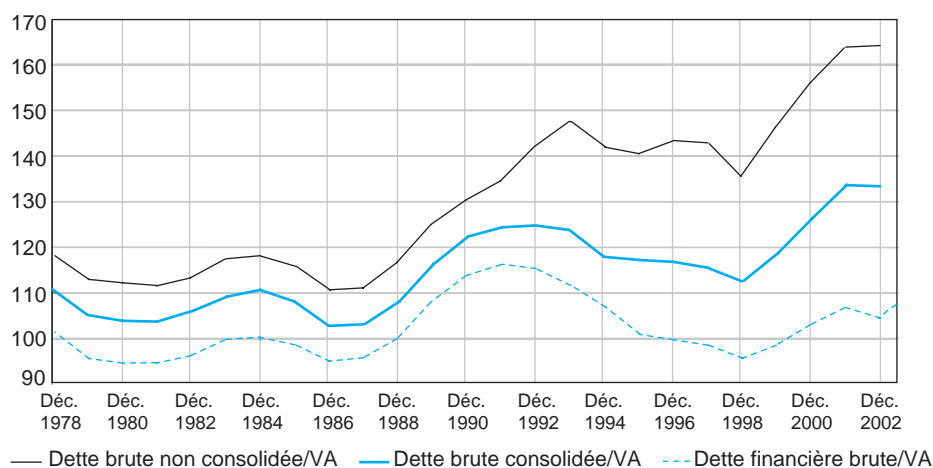
2.1. Dette/valeur ajoutée

Tout d'abord, l'encours de dette des entreprises peut être rapporté à une grandeur macroéconomique de flux du type valeur ajoutée, excédent brut d'exploitation ou même PIB. Les indicateurs ainsi construits sont difficilement interprétables en niveau : formellement, les ratios obtenus correspondent à la durée, en années, nécessaire au remboursement intégral de la dette des entreprises si on lui consacrait, respectivement, l'ensemble de leur valeur ajoutée, l'ensemble de leur marge d'exploitation ou l'ensemble du revenu de l'économie, y compris la valeur ajoutée des administrations publiques, des sociétés financières et des ménages, ce qui correspond à des scénarios largement théoriques, mais donne une idée de la soutenabilité de l'endettement dans la durée.

Un ratio de ce type ne permet pas à lui seul d'anticiper les tensions sur la liquidité, voire les contraintes de solvabilité, rencontrées par les entreprises du fait du remboursement de la dette et de la charge d'intérêts qu'elle génère. L'observation du passé permet cependant de définir des seuils « d'alerte » au-delà desquels les entreprises dans leur ensemble commencent à éprouver des difficultés et voient leur risque de défaut s'accroître. Ces seuils doivent être déterminés avec prudence en fonction de la position dans le cycle et des perspectives d'évolution des conditions de financement.

Graphique 2
Dette/valeur ajoutée des sociétés non financières françaises

(en %)



NB : L'encours de la dette est celui de fin d'année.

Sources : Insee, Banque de France ; calculs : Direction de la Prévision, Banque de France

Le graphique 2 représente les trois indicateurs de dette précédents rapportés à la valeur ajoutée. Les trois courbes s'accordent sur la forte croissance de la part de la dette dans la valeur ajoutée entre 1998 et 2001 et sa stabilisation ou sa baisse — selon l'indicateur considéré — à partir de 2002. Toutefois, l'endettement financier brut des sociétés non financières par rapport à leur valeur ajoutée reste inférieur aux niveaux atteints au début des années quatre-vingt-dix. Ainsi, c'est la croissance de l'endettement intragroupe qui a conduit à une augmentation plus marquée de l'endettement total.

2.2. Dette/valeur de marché des fonds propres

La valeur de marché d'une société peut s'écrire comme la somme actualisée des flux de revenus anticipés (formule de Gordon et Shapiro). Dès lors, le ratio dette/fonds propres à la valeur de marché compare la masse de dette au flux de revenus futurs anticipés et donne, par ce biais, une indication de l'opinion prévalant sur les marchés quant aux facultés des entreprises à rembourser à l'avenir leur dette et la charge d'intérêts associée. Cet indicateur se rapproche de l'indicateur dette/valeur ajoutée en ce sens qu'il compare la dette à l'activité de l'entreprise qui va lui permettre les remboursements ; en revanche, il se différencie de ce dernier indicateur en tenant compte des anticipations de revenus futurs.

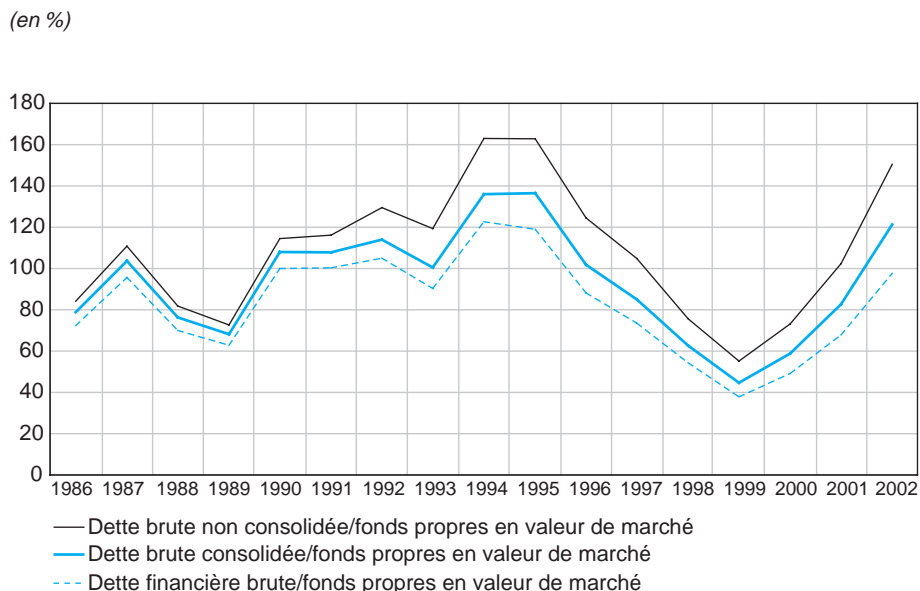
Il convient de garder à l'esprit que tout indicateur fondé sur la valeur des actions de l'ensemble des entreprises est biaisé par le caractère inévitablement conventionnel de la valorisation des actions non cotées et des autres participations³. Par ailleurs, le ratio précédent a pour limite celle de la formule de Gordon et Shapiro elle-même : cette formule suppose un équilibre rationnel sur le marché des actions (en particulier, les acheteurs se fondent sur des prévisions rationnelles de revenus) ; par conséquent, elle ne peut prendre en compte correctement les phénomènes de « bulles spéculatives » et leur éclatement subséquent.

Les causes des fluctuations de ce ratio doivent être analysées avec prudence. Il existe, en effet, un système de relations complexes entre l'évolution des comportements d'endettement et celle des cours boursiers. Tout d'abord, l'augmentation des cours de bourse constitue pour les entreprises une incitation à procéder à des augmentations de capital : toutes choses égales par ailleurs, la vente d'un droit sur les bénéfices futurs permet à l'entreprise de collecter un montant d'autant plus important, sous forme de prime d'émission, que les cours sont plus élevés. On s'attend donc à ce que les fonds propres viennent se substituer à l'endettement, ce qui aura pour effet d'amplifier la baisse du ratio dette/fonds propres en valeur de marché induite par la hausse des cours.

Un autre mécanisme tend toutefois à soutenir l'endettement en période de montée des cours boursiers. Des cours boursiers élevés correspondent à des anticipations, par les marchés, de revenus des entreprises importants. Les périodes de montée des cours coïncident donc avec des périodes où les perspectives de rentabilité économique du capital sont rehaussées. Il est alors intéressant pour les entreprises de s'endetter pour accroître leur capital productif.

³ En application du SEC 95, les actions non cotées sont valorisées dans les comptes nationaux financiers français par référence aux actions cotées. En pratique, leur situation nette est multipliée par le ratio capitalisation boursière/situation nette observée chez les sociétés cotées. Les travaux actuellement en cours à Eurostat conduiront à corriger ce ratio. De nouvelles estimations seront donc fournies en base 2000. Les autres participations sont considérées par convention comme égales à la situation nette des entreprises concernées.

Graphique 3
Dette/fonds propres en valeur de marché



NB : L'encours de la dette est celui de fin d'année.
Les fonds propres en valeur de marché sont obtenus à partir des encours des comptes nationaux de patrimoine.

Sources : Banque de France ; calculs : Direction de la Prévision, Banque de France

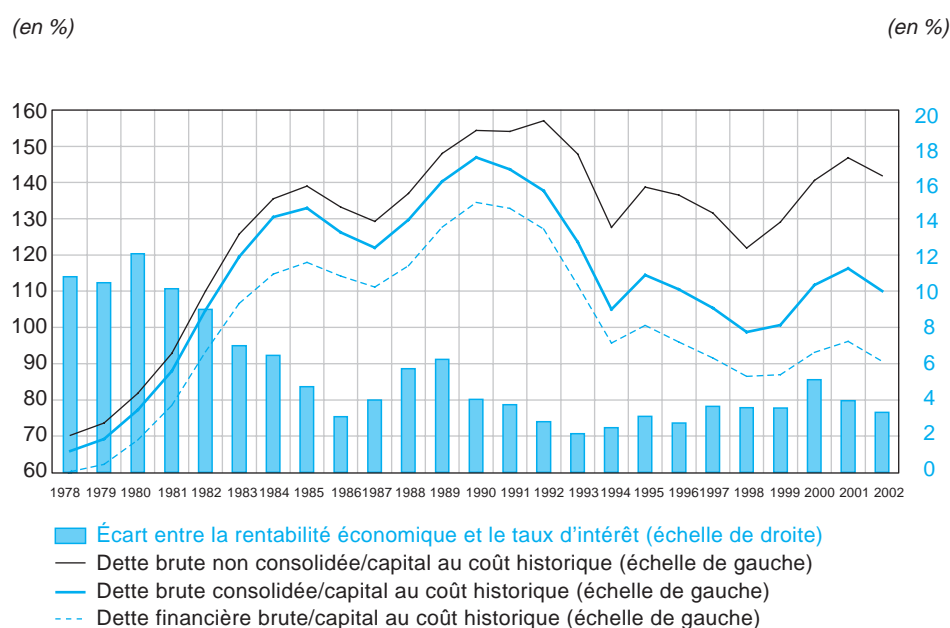
L'évolution du rapport de l'endettement à la valeur de marché des actions (cf. graphique 3) est principalement déterminée par celle du dénominateur dont la variabilité est nettement supérieure à celle du numérateur (les différences entre les trois indicateurs de dette sont ainsi largement atténuées). Ainsi, de 1996 à 1999, le ratio diminue sous l'effet de la montée des cours de bourse, suggérant que la capacité de remboursement des entreprises anticipée par les marchés boursiers s'est trouvée améliorée. À l'inverse, à partir de l'année 2000, les cours de bourse s'effondrent et la dégradation de la capacité de remboursement anticipée se manifeste par un redressement du ratio.

2.3. Dette/fonds propres au coût historique

Dans une optique prudentielle, les créanciers s'intéressent à la valeur comptable (au coût historique) des actifs de l'entreprise, diminuée des dettes. Ces fonds propres comptables donnent une indication du montant des pertes que la société peut supporter sans que le remboursement des créanciers soit remis en cause. Le ratio de dépendance financière rapporte ainsi l'endettement aux fonds propres comptables. Plus ce ratio est élevé, moins les concours accordés aux entreprises sont garantis par leurs fonds propres et plus la prime de risque payée par les entreprises sur les emprunts risque d'être élevée : c'est bien ce qu'on enregistre entre 1989 et 1993, puis à partir de 1999, périodes au cours desquelles le ratio de dépendance financière était particulièrement élevé.

L'évolution de ce ratio peut s'expliquer par les choix de financement des entreprises, c'est-à-dire les choix successifs de recourir au financement par dette ou par émission d'actions. Dans cette acception, le ratio dette/fonds propres au coût historique porte le nom de « levier » d'endettement (ou ratio de « *gearing* »). Lorsque le coût des emprunts est inférieur à la rentabilité de son exploitation (rentabilité économique)⁴ le recours à l'emprunt permet d'augmenter la rentabilité des fonds investis par les actionnaires (rentabilité financière).

Graphique 4
Dette/capital au coût historique et écart entre rentabilité économique et taux d'intérêt



NB : L'encours de la dette est celui de fin d'année.

Sources : Insee - Banque de France ; calculs : Direction de la Prévision, Banque de France

Le graphique 4 affiche une augmentation du ratio dette/capital au coût historique⁵ de 1999 à 2001. Sur cette période, l'incitation à recourir à l'endettement (utilisation de l'« effet de levier ») plutôt qu'au financement par fonds propres s'est accrue, en raison d'une augmentation de l'écart entre la rentabilité économique et le taux d'intérêt versé par les entreprises. En 2002, malgré la poursuite de la baisse des taux d'intérêt, l'incitation à recourir à l'endettement a été limitée par la baisse de la rentabilité économique. Pour tous les indicateurs, les taux d'endettement par rapport aux fonds propres sont restés à la fin des années quatre-vingt-dix inférieurs aux pics du début des années quatre-vingt-dix.

⁴ En théorie, ce sont à la fois le coût marginal et le rendement marginal qui sont pertinents. Faute de pouvoir les mesurer, ceux-ci sont ici remplacés par leurs valeurs moyennes.

⁵ Les comptes financiers sont élaborés en valeur de transaction, ou de marché à la date d'arrêté. Pour estimer des fonds propres au coût historique à partir des données de comptabilité nationale, on a cumulé les flux — c'est-à-dire les augmentations de capital (y compris les primes) nettes — depuis 1978. Pour éviter un double comptage, les flux portant sur les actions détenues ont été déduits.

Si tous les ratios présentés dans ce document font apparaître une augmentation du taux d'endettement à partir de 1999 — dans un contexte de bas taux d'intérêt —, il existe des différences notables entre les indicateurs :

- pour les indicateurs rapportant la dette à la valeur ajoutée, le pic de taux d'endettement de la fin des années quatre-vingt-dix est un maximum historique, sauf dans le cas de la dette financière brute, ce qui souligne une nouvelle fois le rôle important joué par la forte croissance des dettes intragroupes ;
- pour les indicateurs rapportant la dette aux fonds propres, ce pic est, au contraire, comparable ou inférieur à celui observé au début des années quatre-vingt-dix.

Ainsi, la dette des entreprises n'a pas crû de façon disproportionnée par rapport à leurs fonds propres, mais la taille globale des bilans elle-même semble avoir augmenté de façon inhabituelle par rapport aux chiffres d'affaires, du fait surtout d'une forte croissance des dettes intragroupes. Ce résultat est à rapprocher de la forte vague de fusions-acquisitions de la fin des années quatre-vingt-dix.

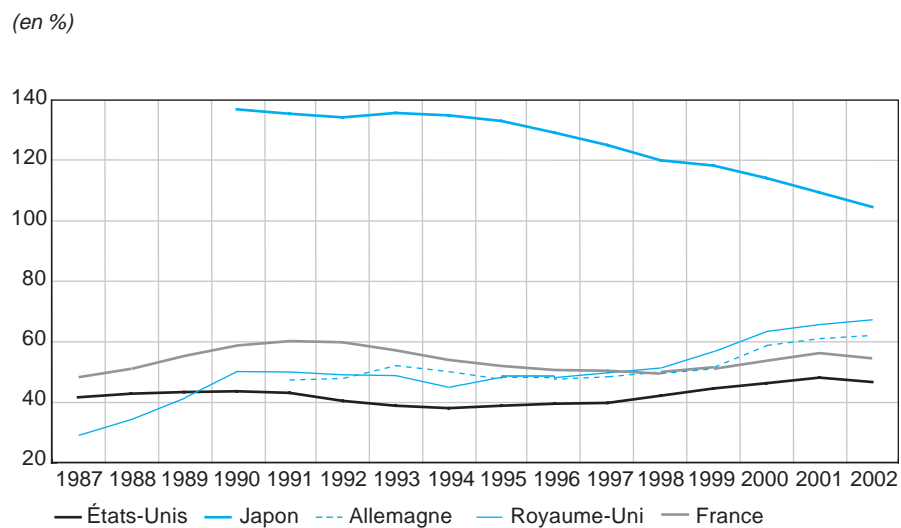
3. Comparaisons internationales

Les comparaisons internationales sont fréquemment réalisées à partir de ratios de dette financière brute/PIB. En effet :

- l'indicateur de dette financière brute est le seul qui permette de s'affranchir des problèmes de consolidation des crédits interentreprises (réalisée ou non selon les pays) : par exemple, les États-Unis publient exclusivement des comptes consolidés au niveau du secteur de comptabilité nationale (dette brute consolidée), alors que le Japon et le Royaume-Uni publient exclusivement une agrégation de comptes sociaux (dette brute non consolidée) ;
- le PIB est disponible dans des délais plus brefs et dans un plus grand nombre de pays que la valeur ajoutée des sociétés non financières (agrégat non disponible pour le Japon, par exemple) ;

Les comparaisons en niveau doivent toutefois être réalisées avec prudence, en raison des différences méthodologiques qui persistent entre pays dans la construction des agrégats.

Graphique 5
Comparaisons internationales du ratio dette financière brute/PIB



NB : L'encours de la dette est celui de fin d'année.

Sources : OCDE, Banque de France ; calculs : Banque de France

À l'exception du Japon, le ratio dette financière brute/PIB (cf. graphique 5) croît jusqu'au début des années quatre-vingt-dix, puis à nouveau autour de l'année 2000, dans tous les pays considérés.

**Les différentes mesures de l'endettement
selon la nomenclature des comptes nationaux**

		Poste
Titres autres qu'actions émis par les sociétés non financières résidentes	A	+ F33 passif du S11
Emprunt des sociétés non financières résidentes auprès des institutions financières résidentes et non résidentes	B	+ F411 passif du S11 + F421 passif du S11
Dette financière brute	A + B	
Emprunts des sociétés non financières résidentes auprès des agents non financiers résidents et non résidents	C	+ F419 passif S11 + F429 passif S11
Dette brute non consolidée	A + B + C	
Prêts des sociétés non financières résidentes aux agents non financiers résidents et non résidents	D	- F419 actif S11 - F429 actif S11
Emprunts des agents non résidents auprès des agents non financiers résidents	E	+ F419 passif S20 + F429 passif S20
Dette brute consolidée	A + B + C - D + E	