

# Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

Marie-Baïanne Khder

**Département des études économiques**

Clément Rousset

**Département de la conjoncture**

*Depuis 2009, l'endettement des sociétés non financières connaît en France une dynamique singulière par rapport au reste de l'Europe. Il a augmenté de 16 points de PIB entre 2009 et 2016 alors qu'il est resté globalement stable dans l'ensemble de la zone euro. En 2016, la dette des entreprises a ainsi atteint en France 90 points de PIB, niveau supérieur à celui de ses principaux voisins (Allemagne, Italie ou Espagne). Cette dynamique intervient dans un contexte de taux d'intérêt exceptionnellement bas, même si celui-ci vaut également pour les autres pays de la zone euro.*

*Le profil d'endettement des sociétés non financières depuis 2009 semble traduire un investissement plus dynamique en France que dans les autres principaux pays européens, alors que l'épargne n'y a progressé que très récemment par rapport à ces derniers. Par ailleurs, l'endettement des sociétés non financières s'est accompagné d'une forte hausse des détentions de liquidités. Un examen mené au niveau microéconomique suggère que ce phénomène, spécifique à la France, proviendrait majoritairement des mêmes entreprises, lesquelles s'endettent et accumulent conjointement des liquidités. Il s'agit plutôt de grandes entreprises, situées dans le secteur manufacturier et représentant des têtes de groupe.*

*Net des liquidités et plus largement des actifs détenus, le taux d'endettement apparaît ainsi relativement contenu au sein des entreprises françaises. Ce constat ne préjuge cependant pas de leur exposition à une remontée brutale des taux d'intérêt ou à une baisse du prix des actifs.*

# Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

## Encadré 1 - Données utilisées

### Analyse macroéconomique

Différentes mesures de l'endettement des sociétés non financières (désignées dans le dossier par le mot « entreprises » par commodité) peuvent être mobilisées :

- celle de la comptabilité nationale non consolidée qui agrège les dettes au passif des entreprises ;
- celle de la comptabilité nationale consolidée qui part de la précédente et y retranche les prêts entre les entreprises nationales ;
- celle des banques centrales qui partent des données bancaires pour construire l'endettement consolidé des entreprises.

Pour les quatre pays comparés dans ce dossier, les trois définitions diffèrent en niveau mais leurs variations sont très proches. Dans les trois cas, la France se distingue par une forte hausse de l'endettement des sociétés non financières contrairement aux autres grands pays de la zone euro. Par ailleurs, la comparaison des données en niveau peut poser problème car les producteurs de données diffèrent dans le champ retenu et les méthodes d'agrégation (cf. Fournier 2017). Dans le cadre de ce dossier, on s'intéresse uniquement à la variation de l'endettement (même si les niveaux sont représentés par commodité) et on retient la définition de la comptabilité nationale consolidée qui permet d'effectuer une décomposition comptable exacte des contributions à l'endettement à partir du Tableau Économique d'Ensemble.

L'endettement jusqu'en 2016 est donc calculé avec les données de la comptabilité nationale. Les passifs des entreprises se trouvent dans les comptes annuels de patrimoine financier des secteurs institutionnels disponibles sur Eurostat. Les grandeurs sont prises consolidées. L'endettement est défini comme la somme des titres de créance (PF3) et des crédits (PF4) au passif du compte de patrimoine. Les données sont annuelles, pour les graphiques elles sont lissées puis les courbes obtenues sont prolongées en y appliquant les variations des données d'endettement des entreprises de la Banque de France, ce qui permet d'obtenir des informations sur le premier semestre 2017.

Pour la zone euro, l'endettement de l'Irlande est retranché car la comptabilité de ce pays présente une rupture en 2015.

Afin de réaliser la décomposition, les Opérations non financières de la comptabilité nationale permettent d'obtenir la capacité de financement/besoin de financement (B9NF). Le Compte de réévaluation et des Autres changements de volume est alors nécessaire pour pouvoir faire le lien avec la variation du patrimoine.

### Analyse microéconomique

L'analyse microéconomique de l'endettement des sociétés non financières repose sur l'exploitation des données d'entreprises de l'Insee, à travers la base FARE (Fichiers Approchés des Résultats d'Esane) appariée avec Sirius (Système d'identification au répertoire des unités statistiques). Les bases sont mobilisées sur la période 2010-2015.

La base de travail est construite en retenant les unités légales renseignées comme appartenant au secteur institutionnel S11 (sociétés non financières, SNF) et en excluant celles dont le secteur d'activité principal est la finance (secteur K). Par ailleurs, les unités légales pour lesquelles la dette financière ou les effectifs ne présentaient aucune valeur strictement positive sur la période ont été exclues (les deux opérations conduisant à environ 300 000 exclusions par an). Pour chaque unité légale affichant une dette financière de long terme tantôt nulle et tantôt franchement positive sur la période, la valeur nulle renseignée de la dette a été considérée comme apparaissant en lieu et place de valeurs manquantes, et par conséquent redressée. L'observation a été imputée en la supposant égale à la moyenne des valeurs non nulles observées sur la période pour l'entreprise concernée.

Par ailleurs, l'exercice d'agrégation de certaines variables est limité par la capacité à consolider les comptes des unités légales. En effet, si les variables de valeur ajoutée ou d'effectifs physiques sont sommables, les variables de bilan telles que les fonds propres ne le sont pas directement, car le capital d'une unité légale peut être détenu par une autre unité légale de la base de données. Néanmoins, cette limite semble minimisée par le choix de focaliser l'étude sur les dettes financières de long terme, composées en majeure partie de dettes bancaires. ■

# Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

## L'endettement des entreprises françaises progresse plus vite que celui de leurs homologues européennes

*Le taux d'endettement des sociétés non financières françaises augmente depuis 2009*

Mesuré relativement au PIB, l'endettement des sociétés non financières (SNF) a augmenté dans la zone euro jusqu'au début 2009, dépassant alors 80 points de PIB (*graphique 1*), avant de décroître par la suite. C'est notamment le cas en Espagne où le taux d'endettement des SNF dépassait 110 points de PIB en 2009 puis a décliné rapidement pour atteindre 82 points de PIB début 2017, soit son niveau de 2005. En Italie, la dette des entreprises diminue fortement depuis quatre ans.

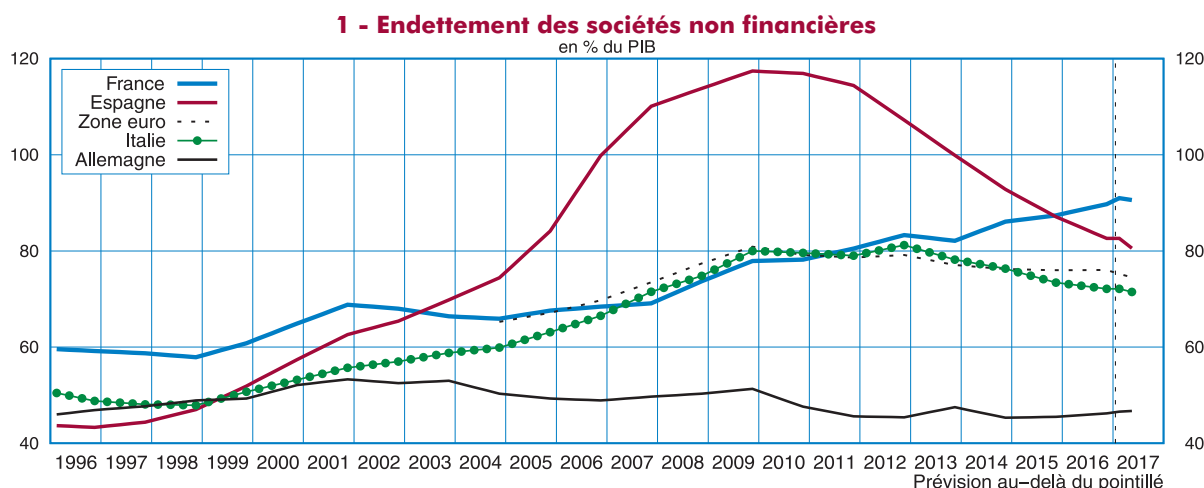
En Allemagne<sup>1</sup>, le mouvement de désendettement est constant depuis le début des années 2000 : les entreprises allemandes étaient en 2016 nettement moins endettées que celles des autres pays européens, leur dette représentant de l'ordre de 30 points du PIB allemand. La France se distingue en revanche par une progression rapide et régulière de l'endettement des SNF (+16,0 points de PIB entre 2009 et 2016, année où il a atteint 89,7 points de PIB).

La composition de cet endettement a par ailleurs évolué. Si entre 2000 et 2009, sa progression était principalement portée par l'endettement bancaire, c'est l'inverse depuis 2009 : l'endettement obligataire a contribué à 14,5 des 16,0 points de PIB de hausse de l'endettement des SNF, suggérant que ce mouvement est surtout le fait des plus grandes entreprises.

*Cette progression de l'endettement en France se fait dans un environnement de taux bas commun à tous les pays de la zone*

Les taux d'intérêt servis aux entreprises ont globalement diminué depuis 2009 (*graphique 2*). Fin 2008 et début 2009, la BCE a fortement baissé son taux directeur, de 4,25 % en octobre 2008 à 1 % en mai 2009. Cette baisse s'est transmise de façon rapide aux taux de crédits des entreprises qui, en moyenne dans la zone euro, ont baissé de 3 points de pourcentage sur la période. Ils se sont ensuite légèrement relevés au moment de la crise des dettes souveraines, particulièrement en Italie et en Espagne, avant de diminuer à nouveau et de converger avec la mise en oeuvre de l'assouplissement quantitatif (QE) à partir de 2015. Début 2017, les taux des nouveaux crédits aux entreprises se sont stabilisés en dessous de 2 % (contre 6 % environ en 2008) dans tous les pays de la zone. Cette baisse des taux a engendré une baisse de la charge d'intérêt qu'acquittent les entreprises.

1. La comparaison des données d'endettement d'entreprises entre la France et l'Allemagne pose certaines difficultés. La prise en compte des holdings dans le secteur financier est plus fréquente en Allemagne qu'en France ; de même des différences de périmètre de groupes conduisent à des données consolidées à comparer avec précaution (Fournier, 2017). On se contente ici d'étudier les différences de dynamique récente sans justifier les éventuels écarts de niveau.



Sources : Eurostat, Banque de France

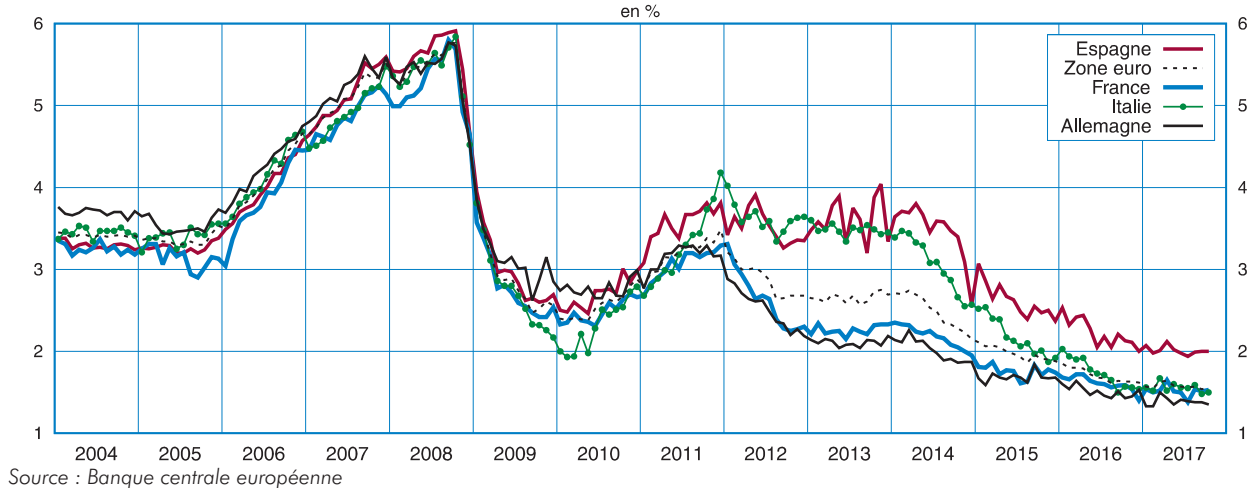
## Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

*Une décomposition comptable de l'évolution de l'endettement*

Comptablement, la variation de l'endettement des entreprises exprimée en points de PIB peut se décomposer en plusieurs termes : le taux d'investissement, le taux d'épargne, les variations du stock d'actifs financiers, du stock de fonds propres et, enfin, un terme proportionnel à la croissance du PIB en valeur (*encadré 2*).

En France, l'endettement des entreprises a franchement accéléré après la crise (+2,0 points par an en moyenne de 2009 à 2016 contre +1,0 point en moyenne par an entre 2000 et 2007) alors qu'il a baissé chez ses principaux partenaires européens. La décomposition comptable met en lumière plusieurs facteurs contribuant à cet écart (*tableau 1*) : le taux d'investissement a progressé en France entre les deux périodes alors qu'il a baissé partout ailleurs ; à l'inverse, le taux d'épargne des entreprises s'est affaibli en France alors qu'il progressait dans tous les autres pays ; enfin, du côté des acquisitions et émissions d'actifs, la décomposition met en lumière une accélération très atypique de l'accumulation de liquidités en France.

### 2 - Taux des crédits nouveaux aux entreprises



**Tableau 1 - Décomposition comptable des variations de l'endettement des entreprises européennes**

en points de PIB

	Moyenne annuelle en points de PIB	Variation de la dette = (1) + (2) + ... + (8)	Investissement (1)	Épargne (signe opposé) (2)	Variation des liquidités détenues (3)	Variations des titres et crédits détenus (4)	Variation des actions détenues avec ajustement (5)	Variations des actions au passif (signe opposé) (6)	Effet PIB (7)	Autre (8)
France	Entre 2000 et 2007	1,0	10,9	-9,7	1,0	2,6	5,1	-6,2	-2,6	0,0
	Entre 2009 et 2016	2,0	11,5	-9,1	1,8	1,1	4,8	-6,4	-1,1	-0,5
Italie	Entre 2000 et 2007	2,6	10,5	-8,1	0,9	0,4	7,1	-6,8	-2,2	0,7
	Entre 2009 et 2016	-0,3	9,1	-8,2	0,8	0,0	-0,7	-0,6	-0,3	-0,6
Espagne	Entre 2000 et 2007	7,3	15,4	-9,6	2,1	2,1	11,3	-8,8	-5,1	-0,1
	Entre 2009 et 2016	-3,9	13,0	-15,0	0,0	0,2	1,8	-4,0	0,2	0,0
Allemagne	Entre 2000 et 2007	0,1	11,7	-11,0	0,6	0,6	3,3	-2,0	-1,2	-2,0
	Entre 2009 et 2016	-0,5	11,3	-12,8	0,7	-0,4	6,9	-5,2	-1,2	0,2

Lecture : Entre 2009 et 2016, la dette des sociétés non financières a augmenté en moyenne de 2,0 points de PIB par an. Cette variation de l'endettement se décompose comptablement comme la somme de huit termes comme l'investissement en points de PIB (11,5), l'épargne comptée négativement (-9,1) ainsi que la variation des liquidités détenues (+1,8) etc.

Les stocks d'actions étant sensibles à la valorisation, les importants mouvements boursiers de l'année 2008 font de cette année un point à part qui a été exclu de l'étude.

Sources : Eurostat, calculs Insee

## Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

### Encadré 2 - Une décomposition de la dynamique d'endettement

La variation des stocks de patrimoine financier est rattachée aux flux financiers associés<sup>1</sup> selon la formule :

$$\Delta(AF - PF) \approx F_{net}$$

où :

- $AF$  est le stock d'actifs financiers ;
- $PF$  le stock de passifs financiers ;
- $F_{net}$  le flux financier net.

Dans le cas des entreprises non financières, le passif se décompose en deux termes, l'endettement et les actions (PF5) :  $PF = dette + PF5$ . Or les flux financiers proviennent principalement de la différence entre l'épargne et l'investissement des entreprises :

$$F_{net} \approx S - I$$

$S$  représentant l'épargne des entreprises (en flux) et  $I$  leur investissement.

On peut donc exprimer la variation de la dette des entreprises en fonction de l'investissement, de l'épargne et de la variation d'actifs financiers, sous la forme :

$$\Delta\text{Dette} \approx I - S + \Delta(AF - PF5)$$

En rapportant au PIB, un terme d'effet croissance s'ajoute :

$$\Delta \frac{\text{Dette}}{\text{PIB}} \approx \frac{I}{\text{PIB}} - \frac{S}{\text{PIB}} + \frac{\Delta AF}{\text{PIB}} - \frac{\Delta PF5}{\text{PIB}} - \frac{\text{Dette}}{\text{PIB}} \cdot \frac{\Delta \text{PIB}}{\text{PIB}}$$

La hausse des actifs est la somme de trois éléments :  $\Delta AF = \Delta AF2 + \Delta AF5 + \Delta AF_{\text{autre}}$

où :

- $\Delta AF2$  est la variation de liquidités détenues ;
- $\Delta AF5$  la variation des actions détenues ;
- $\Delta AF_{\text{autre}}$  le reste des variations d'actifs, y compris les crédits et les titres.

L'égalité comptable est approchée : le terme résiduel (autre) comprend des éléments *a priori* faibles dans le cas français (stocks, acquisition...). ■

1. Aux réévaluations et aux changements de volume près.

### L'investissement a mieux résisté en France que dans les autres principaux pays européens avec une épargne en légère baisse

L'investissement après la crise a baissé chez les principaux partenaires européens alors qu'il a progressé en France, s'élevant de 10,9 % sur la période 2000-2007 à 11,5 % sur la période 2009-2016 (éclairage de la Note de conjoncture de juin 2017). A l'inverse, l'investissement a fortement reculé en Espagne (13,0 % après 15,4 %) et en Italie (9,1 % après 10,5 %) et plus modérément en Allemagne (11,3 % après 11,7 %). La forte baisse de l'investissement en Espagne et en Italie s'explique d'une part par des facteurs macroéconomiques, la baisse de l'activité y ayant été plus marquée notamment pendant la crise des dettes souveraines, et d'autre part par des facteurs financiers directement liés à l'endettement : dans ces deux pays, la crise de 2008 puis celle de 2011-2013 s'est traduite par une très

## Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

forte hausse des prêts non performants (*graphique 3*) et un accroissement des restrictions de crédit bancaire. Ce sont donc en partie les conditions financières et la nécessité de se désendetter qui y ont contraint l'investissement plutôt que l'inverse. Depuis 2014 en Espagne et 2015 en Italie, l'investissement des entreprises repart notamment parce que leur capacité d'autofinancement s'est accrue, la situation des systèmes bancaires de ces pays restant fragiles (Fortin et al., 2015). En Allemagne, la faiblesse de l'investissement semble décorrélée des fondamentaux traditionnels au regard des bonnes performances macroéconomiques du pays et de la santé financière de ses entreprises depuis la crise (Baquero, 2016) : elle pourrait provenir de facteurs plus structurels liés à l'âge des chefs d'entreprise ou à la forte sensibilité à l'incertitude.

Le taux d'épargne des entreprises françaises est plus bas entre 2009 et 2016 que sur la période précédant la crise. Celui-ci s'est certes redressé récemment sous l'effet du CICE, de la baisse du prix du pétrole et de l'amélioration de l'activité (*dossier p. 39*) mais les salaires réels ont continué de progresser solidement en France. Ce n'est pas le cas en Espagne et en Italie, où la forte hausse de chômage a nettement plus pesé sur le pouvoir de négociation des salariés et sur l'évolution de leur rémunération. En Allemagne, les salaires ont accéléré depuis 2009 mais les entreprises ont moins versé de dividendes et ont engrangé les gains de leur désendettement passé sous forme de moindres charges d'intérêt. Au total, le taux d'épargne des entreprises a progressé dans ces trois pays sur la période 2009-2016 par rapport à la période précédente la crise, alors qu'il a baissé en France.

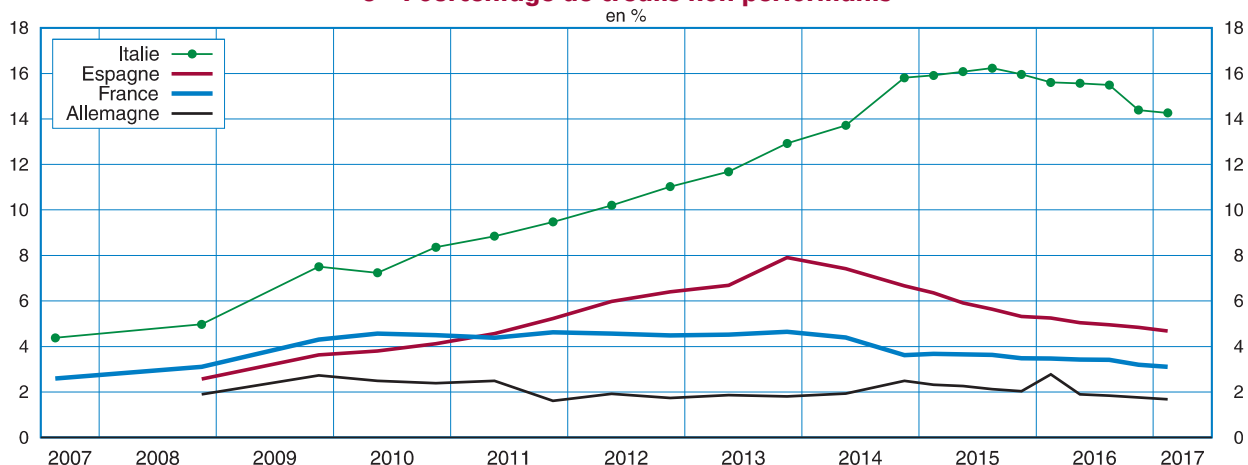
### La détention d'actifs financiers et notamment de liquidités est en forte hausse en France

*Un phénomène de hausse des réserves de liquidités spécifique à la France*

Les entreprises françaises ont accéléré leur détention de liquidités depuis la crise : les liquidités représentent ainsi près de 25 % du PIB en France en 2016, contre moins de 15 % en 2008. À l'inverse, les liquidités détenues par les entreprises allemandes et espagnoles sont quasi stables en proportion du PIB (*graphique 4*).

Cette forte hausse des liquidités relativise en partie la hausse de l'endettement en tous les cas au niveau agrégé. Ainsi, si les entreprises qui les détiennent sont aussi celles qui s'endettent, celles-ci pourront facilement se désendetter en cas de durcissement des conditions de financement. En revanche, si ce n'est pas le cas, la hausse de la dette reste un facteur de risque pour le système financier dans son ensemble.

### 3 - Pourcentage de crédits non performants



Source : Banque centrale européenne

## Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

*Les entreprises françaises prêtent davantage à des filiales à l'étranger mais cela n'explique pas la dynamique récente*

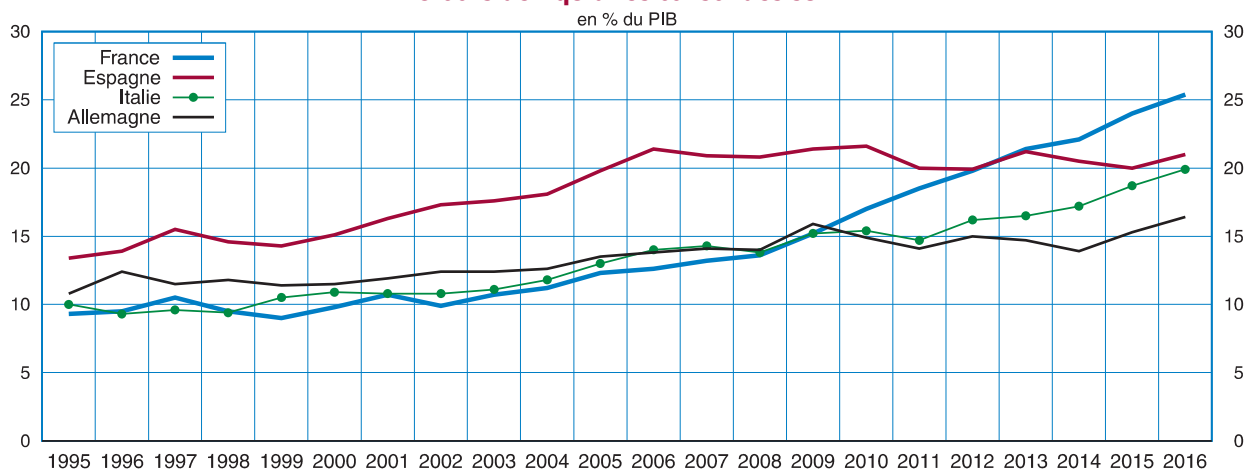
La comptabilité nationale fournit une estimation des prêts accordés par les entreprises françaises à des agents économiques étrangers<sup>2</sup> (graphique 5). En points de PIB, le volume des prêts d'entreprises françaises à des filiales à l'étranger apparaît nettement plus élevé que dans les autres principaux pays européens.

Ces comportements permettent de relativiser en partie le niveau de l'endettement des entreprises françaises qui, bien qu'endettées, peuvent elles-mêmes être créditrices. Cependant, si les prêts aux filiales étrangères ont augmenté en France jusqu'en 2009, ils se sont stabilisés depuis, ne prenant ainsi aucune part dans la dynamique d'endettement des entreprises françaises depuis la crise (tableau 1).

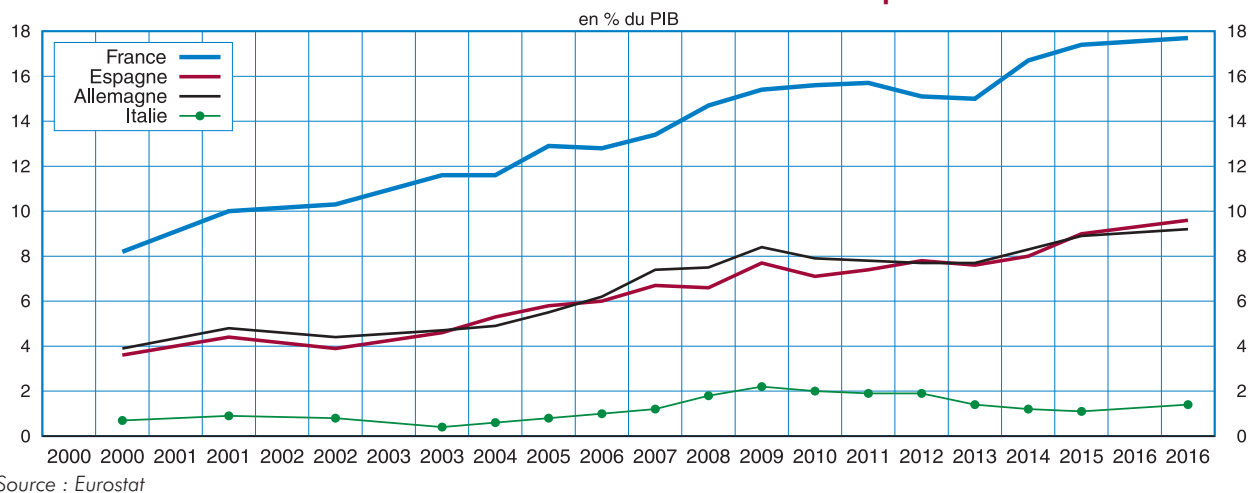
De même, les détentions d'actions par les entreprises françaises présentent un profil assez stable et la crise n'a pas modifié significativement leur rythme de croissance (tableau 1).

2. Il s'agit des prêts aux autres agents institutionnels que les sociétés non financières, c'est-à-dire globalement les ménages, les sociétés financières, les administrations publiques et le reste du monde. *A priori*, ces prêts sont surtout destinés au reste du monde et sont donc un bon indicateur des prêts intra-groupe qui ne sont pas consolidés dans un cadre comptable national.

### 4 - Stocks de liquidités consolidés sur PIB



### 5 - Stocks de crédits à l'actif consolidé des entreprises



## Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

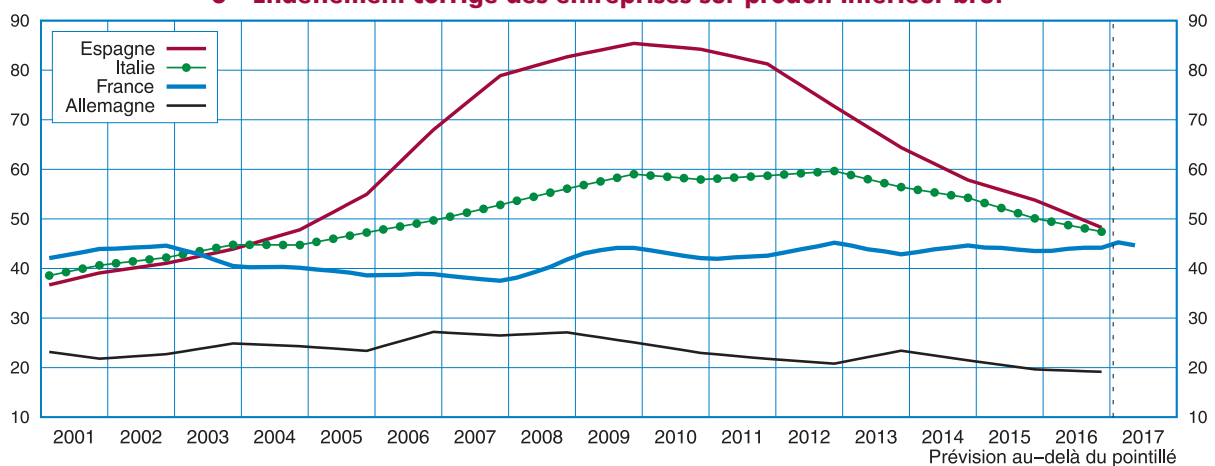
**Au total, l'endettement des entreprises françaises corrigé des liquidités disponibles et des prêts aux filiales apparaît relativement stable depuis la crise**

Pour tenir compte des spécificités françaises relatives aux prêts aux filiales étrangères et aux liquidités, on peut construire un indicateur d'endettement « corrigé », retranchant à la dette des SNF le montant des liquidités qu'elles détiennent ainsi que les prêts aux filiales étrangères, les prêts aux filiales nationales étant déjà retranchés dans les données consolidées. Au total, l'endettement ainsi « corrigé » apparaît quasi stable depuis la crise — autour de 45 % du PIB (*graphique 6*).

Rapporter l'endettement non pas au PIB mais aux fonds propres<sup>3</sup> permet de voir si la structure du passif des entreprises change et donne ainsi une mesure de leur solvabilité. Dans ce cadre, l'endettement des entreprises apparaît également stable : l'endettement des entreprises françaises s'est accompagné d'une hausse comparable de leurs fonds propres (*graphique 7*).

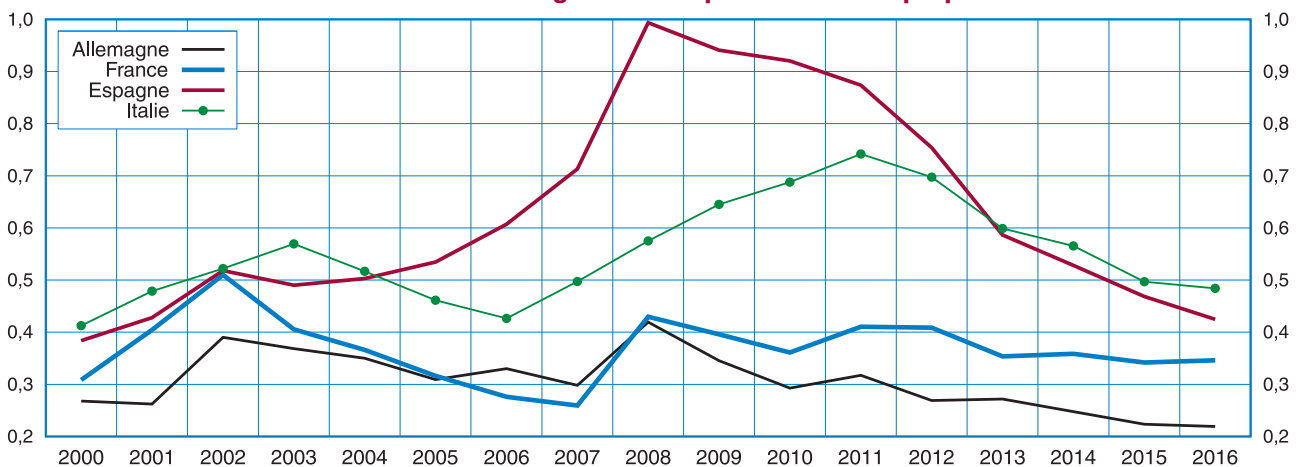
3. On utilise ici les actions au passif des entreprises.

### 6 - Endettement corrigé des entreprises sur produit intérieur brut



Sources : Eurostat, Banque de France, calculs Insee

### 7 - Endettement corrigé des entreprises sur fonds propres



Lecture : en France en 2016, l'endettement corrigé des entreprises représente 35 % de leurs fonds propres. Ce ratio est à manier avec prudence car les fonds propres sont évalués aux prix de marché et sont donc susceptibles de varier fortement. Cette limite est cependant commune à tous les pays de la zone euro.

Sources : Eurostat, Banque de France, calculs Insee



## Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

### La contribution hétérogène des entreprises à la dynamique macroéconomique de la dette nécessite une analyse plus fine

Le constat au niveau macroéconomique d'une hausse conjointe de l'endettement des entreprises et de leur détention de liquidités, quoique rassurant, ne suffit pas à écarter l'hypothèse d'une montée du risque financier. Il s'agit en effet de vérifier si ce sont les mêmes entreprises qui se sont endettées et qui ont accumulé des liquidités, auquel cas le risque financier sera effectivement moindre puisque ces liquidités pourront être mobilisées pour faire face aux échéances de remboursement.

Pour ce faire, on mobilise les statistiques annuelles d'entreprises de l'Insee pour exploiter les données de comptes de résultat et de bilans financiers d'environ 900 000 sociétés, hors secteur financier et secteur agricole (*encadré 1*). Elles représentent une valeur ajoutée de 41,2 % du PIB en 2010, soit de l'ordre de 80 % de la valeur ajoutée des SNF. La période d'étude est limitée à 2010-2015, du fait d'une refonte du dispositif de collecte des statistiques d'entreprises en 2008. Les sociétés considérées représentent des unités légales, non assimilables à des entreprises<sup>4</sup> car non nécessairement indépendantes les unes des autres. En particulier, l'agrégation des données de bilans financiers, effectuée par la suite, n'est pas consolidée des relations financières entre unités légales<sup>5</sup>.

Les sociétés examinées sont réparties en quatre catégories distinctes, selon les sens des évolutions respectives sur 2010-2015 de leur taux d'endettement (encours de dette financière de long terme<sup>6</sup> rapportée à la valeur ajoutée de l'unité légale) et de leur stock de liquidités<sup>7</sup>. On distingue ainsi :

- les sociétés « PP », qui sur 2010-2015 ont vu simultanément augmenter leur taux d'endettement et leurs liquidités stockées ;
- les sociétés « PN » qui ont vu augmenter leur taux d'endettement et diminuer leur stock de liquidités ;
- les sociétés « NN » qui ont vu diminuer simultanément leur taux d'endettement et leurs liquidités stockées ;
- les sociétés « NP » qui ont vu diminuer leur taux d'endettement et augmenter leur stock de liquidités.

Les résultats présentés dans la suite se concentrent sur cette partition en quatre catégories de sociétés. Elles sont de tailles relativement comparables en termes de valeur ajoutée et par ailleurs globalement stables sur 2010-2015 (*graphique 8* et *encadré 3*).

4. Une entreprise au sens du décret d'application à la loi n° 2008-776 de modernisation de l'économie du 4 août 2008 se définit comme « la plus petite combinaison d'unités légales qui constitue une unité organisationnelle de production de biens et de services jouissant d'une certaine autonomie de décision, notamment pour l'affectation des ressources courantes ». À l'inverse, une unité légale renvoie à un concept de personnalité juridique et implique l'obligation de renseigner des comptes sociaux.

5. Pour une analyse de l'endettement des grands groupes français, voir Charasson-Jasson (2017).

6. La dette financière de long terme représente la somme des emprunts obligataires et des emprunts et dettes auprès des établissements de crédit. Le choix de la considérer se justifie pour deux raisons : d'une part, la hausse des emprunts bancaires de long terme et de l'emprunt obligataire a fortement contribué à la hausse de l'endettement français post-crise, constat corroboré sur les données d'entreprises (cf. *infra*) ; d'autre part, la dette bancaire de court terme représente un volume stable sur la période 2010-2015, dans les sociétés considérées comme dans les données de comptabilité nationale.

7. Les liquidités, dites aussi disponibilités, représentent les montants détenus en caisse (pièces et billets possédés par l'entreprise) et les avoirs en banque.

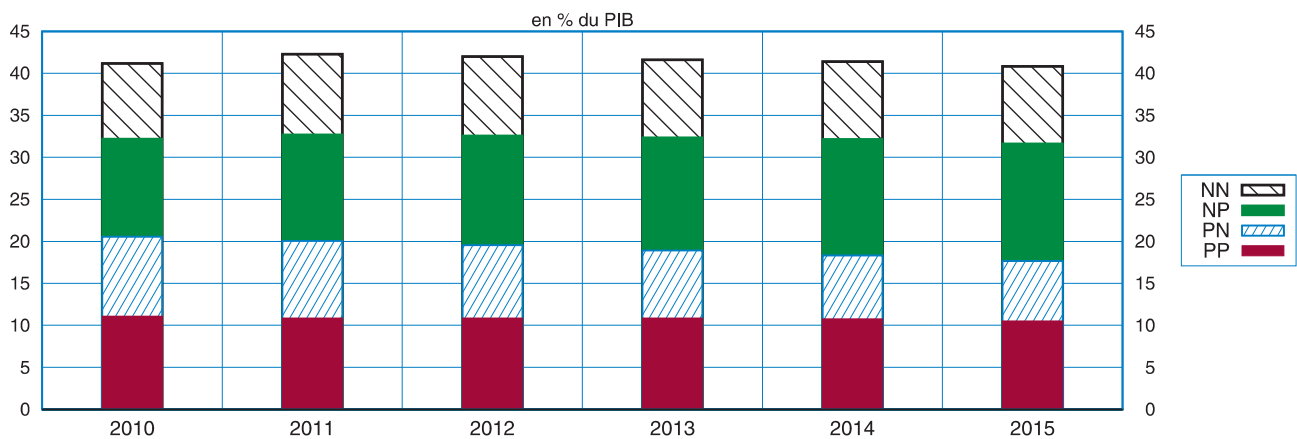
## Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

**La hausse de la dette des sociétés entre 2010 et 2015 résulte principalement de celles qui ont également accumulé des liquidités**

Les sociétés qui ont conjointement augmenté leur endettement et leurs liquidités sur 2010-2015, représentaient l'encours de dette le plus important en 2010 (330 Md€, quand l'encours des autres catégories de sociétés se situait entre 120 Md€ et 310 Md€ ; *graphique 9*). Ce sont également celles dont l'encours de dette a le plus augmenté sur la période (+170 Md€), alors que l'encours des autres catégories de sociétés a diminué ou faiblement augmenté. Cela représente une hausse de 6,6 points de PIB, du même ordre que celle du taux d'endettement des SNF constatée au niveau macroéconomique (9,5 points sur données consolidées). Cette catégorie porte donc l'essentiel de la hausse de la dette des sociétés entre 2010 et 2015.

Par ailleurs, les sociétés qui se sont endettées sur 2010-2015 sans augmenter leurs liquidités représentaient en 2010 un encours de dette nettement plus faible que celui des autres catégories (120 Md€). Son évolution, à hauteur d'environ 50 Md€ (1,8 point de PIB), est en outre nettement en deçà de celle des sociétés qui, s'étant endettées, ont également accumulé des liquidités.

### 8 - Valeur ajoutée de chaque catégorie de sociétés

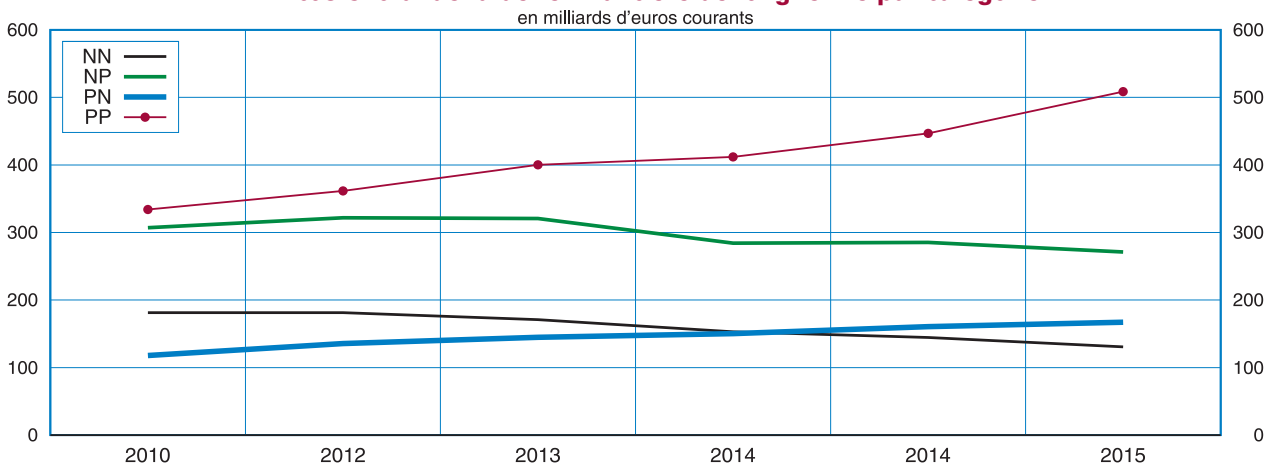


Note : les catégories de sociétés sont construites selon l'évolution conjointe sur 2010-2015 de leurs encours de dette financière de long terme (en % de la valeur ajoutée) et de leur stock de liquidités.

PP : hausse de la dette et hausse des liquidités - PN : hausse de la dette et baisse des liquidités - NP : baisse de la dette et hausse des liquidités - NN : baisse de la dette et baisse des liquidités

Source : calculs Insee

### 9 - Encours total de la dette financière de long terme par catégorie



Note : l'encours total de la dette financière de long terme est non consolidé. Les catégories de sociétés sont construites selon l'évolution conjointe sur 2010-2015 de leur encours de dette financière de long terme (en % de la valeur ajoutée) et de leur stock de liquidités.

PP : hausse de la dette et hausse des liquidités - PN : hausse de la dette et baisse des liquidités - NP : baisse de la dette et hausse des liquidités - NN : baisse de la dette et baisse des liquidités

Source : calculs Insee

# Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

## Encadré 3 - Caractérisation des quatre catégories de sociétés en termes d'appartenance sectorielle et de taille

Les sociétés sont ici des unités légales et peuvent être des composantes de groupes plus larges. Elles sont partitionnées en quatre catégories, comme indiqué dans le texte.

Les quatre catégories de sociétés sont relativement équilibrées : les catégories PP (qui s'endettent et accumulent des liquidités) et PN (qui s'endettent sans accumuler de liquidités) comptent respectivement environ 1 69 000 et 179 000 unités légales chaque année, tandis que les catégories NP (qui se désendettent et accumulent des liquidités) et NN (qui se désendettent et n'accumulent pas de liquidités) en comptent respectivement 273 000 et 214 000 environ. Les unités légales qui se désendettent sont toutefois plus nombreuses que celles qui s'endettent : les comportements d'endettement des sociétés sont très hétérogènes et la hausse marquée de l'endettement au niveau macroéconomique semble résulter d'une minorité d'entreprises.

Les sociétés PP se concentrent dans les industries « lourdes », telles que la production d'électricité et de gaz, la production d'eau, ainsi que dans l'industrie manufacturière (tableau 1). Ceci est cohérent avec la forte intensité capitalistique de ces secteurs, qui impose un large recours au financement externe. Les sociétés PN sont relativement plus nombreuses dans les secteurs de la construction, des activités immobilières, ainsi que dans le commerce. Enfin, les sociétés NP sont surreprésentées dans les secteurs à fort contenu technologique, ou dans le service aux entreprises, tandis que les sociétés NN sont relativement plus nombreuses dans la restauration et l'hébergement.

Tableau 1 - Répartition sectorielle des catégories de sociétés

Secteur	NN	NP	PN	PP
Agriculture, sylviculture et pêche	-	-	+	+
Industries extractives	-	-	+	+
Industrie manufacturière	--	-	-	++
Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné	--	-	++	++
Production et distribution d'eau ; assainissement, gestion des déchets et dépollution	--	+	+	++
Construction	0	--	++	+
Commerce ; réparation d'automobiles et de motocycles	-	--	++	0
Transports et entreposages	-	++	--	+
Hébergement et restauration	++	0	--	--
Information et communication	--	++	0	+
Activités immobilières	--	-	++	0
Activités spécialisées, scientifiques et techniques	--	++	-	+
Activités de services administratifs et de soutien	-	++	--	0

Note : les catégories de sociétés sont construites selon l'évolution conjointe sur 2010-2015 de leur encours de dette financière de long terme (en % de la valeur ajoutée) et de leur stock de liquidités.

PP : hausse de la dette et hausse des liquidités - PN : hausse de la dette et baisse des liquidités - NP : baisse de la dette et hausse des liquidités - NN : baisse de la dette et baisse des liquidités

Les résultats se basent sur un test d'indépendance du chi-2, significatif à moins de 0,1 % :

++ : forte sur-représentation

+ : sur-représentation

- : sous-représentation

-- : forte sous-représentation

0 : ni sur ni sous-représentation

Les secteurs Activités financières et d'assurance, Administration publique, Activités des ménages en tant qu'employeurs, Activités extra-territoriales sont par nature exclus de l'analyse qui se cantonne aux sociétés non financières. Les secteurs Enseignement, Santé humaine et action sociale, Arts, spectacles et activités récréatives, Autres activités de services ne sont pas représentés.

Source : calculs Insee

Les sociétés qui se désendettent (catégories NP et NN) semblent surreprésentées parmi les unités légales ayant très peu d'effectifs (tableau 2). À l'inverse, les sociétés qui s'endettent et accumulent des liquidités (PP) le sont plutôt parmi les grandes unités légales (plus de 5 000 employés) tandis que les sociétés qui s'endettent sans accumuler de liquidités (PN) sont relativement plus nombreuses parmi les unités légales de taille petite ou moyenne (10 à 250 employés). ■

## Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

**Tableau 2 - Répartition par taille des catégories**

Effectifs (EQTP)	NN	NP	PN	PP	Part dans la base
Moins de 10 EQTP	++	+	-	--	79 %
Entre 10 et 249 EQTP	--	-	+	++	21 %
Entre 250 et 4 999 EQTP	-	-	0	++	<1 %
Plus de 5 000 EQTP	-	-	0	++	<1 %
<b>Part dans la base</b>	26 %	33 %	21 %	20 %	100 %

Note : les catégories de sociétés sont construites selon l'évolution conjointe sur 2010-2015 de leur encours de dette financière de long terme (en % de la valeur ajoutée) et de leur stock de liquidités.

PP : hausse de la dette et hausse des liquidités - PN : hausse de la dette et baisse des liquidités - NP : baisse de la dette et hausse des liquidités - NN : baisse de la dette et baisse des liquidités  
Les résultats se basent sur un test d'indépendance du chi-2, significatif à moins de 0,1 % :

++ : forte sur-représentation

+ : sur-représentation

- : sous-représentation

-- : forte sous-représentation

0 : ni sur ni sous-représentation

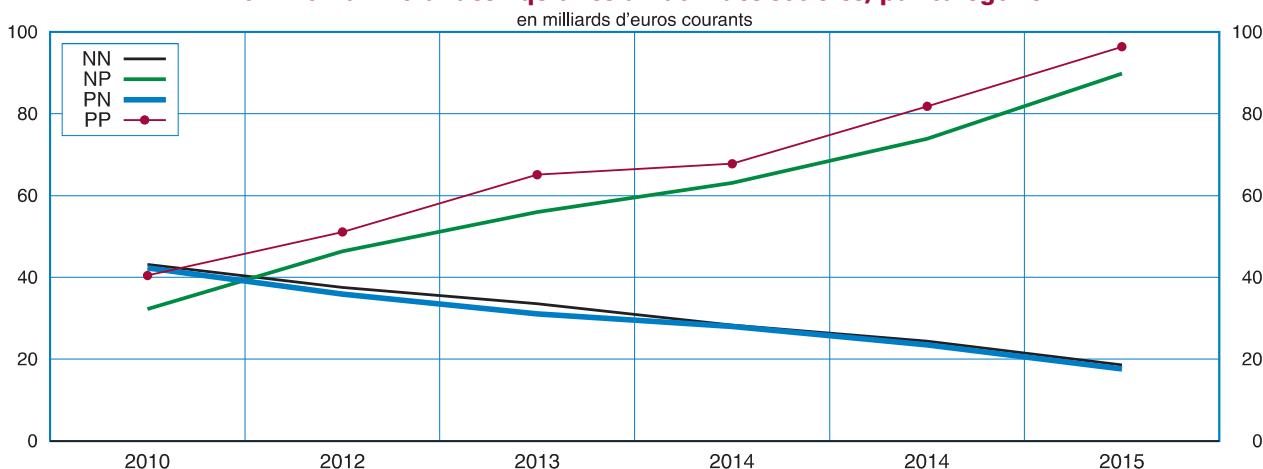
Source : calculs Insee

*L'accumulation de liquidités par les sociétés entre 2010 et 2015 résulte autant des sociétés s'étant ou non endettées*

En 2010, les quatre catégories de sociétés disposaient à leur actif d'un montant de liquidités globalement similaire (entre environ 30 Md€ et 40 Md€ selon les catégories, *graphique 10*). L'accumulation de liquidités entre 2010 et 2015 a été forte chez les sociétés concernées (+110 Md€ au total) et résulte tant des sociétés s'étant par ailleurs endettées que de celles dont la dette a diminué. Ce constat vaut aussi pour les sociétés qui ont réduit leur stock de liquidités : la réduction de celui-ci, représentant au total 50 Md€, a été portée tant par les sociétés ayant augmenté leur endettement que par celles l'ayant diminué.

Autrement dit, les sociétés s'étant endettées pendant la période 2010-2015 détiennent un stock de liquidités qui a globalement augmenté, sans que cela ne traduise l'intégralité de la hausse des liquidités sur la période. Ce constat précise, en tout état de cause, l'analyse effectuée au niveau macroéconomique : la hausse conjointe de l'endettement et des liquidités dans les années récentes semble provenir pour une grande partie d'une même catégorie de sociétés, dont l'exploitation plus approfondie des données microéconomiques va permettre de mieux préciser le comportement d'endettement.

**10 - Montant total des liquidités à l'actif des sociétés, par catégorie**



Note : les catégories de sociétés sont construites selon l'évolution conjointe sur 2010-2015 de leur encours de dette financière de long terme (en % de la valeur ajoutée) et de leur stock de liquidités.

PP : hausse de la dette et hausse des liquidités - PN : hausse de la dette et baisse des liquidités - NP : baisse de la dette et hausse des liquidités - NN : baisse de la dette et baisse des liquidités

Source : calculs Insee

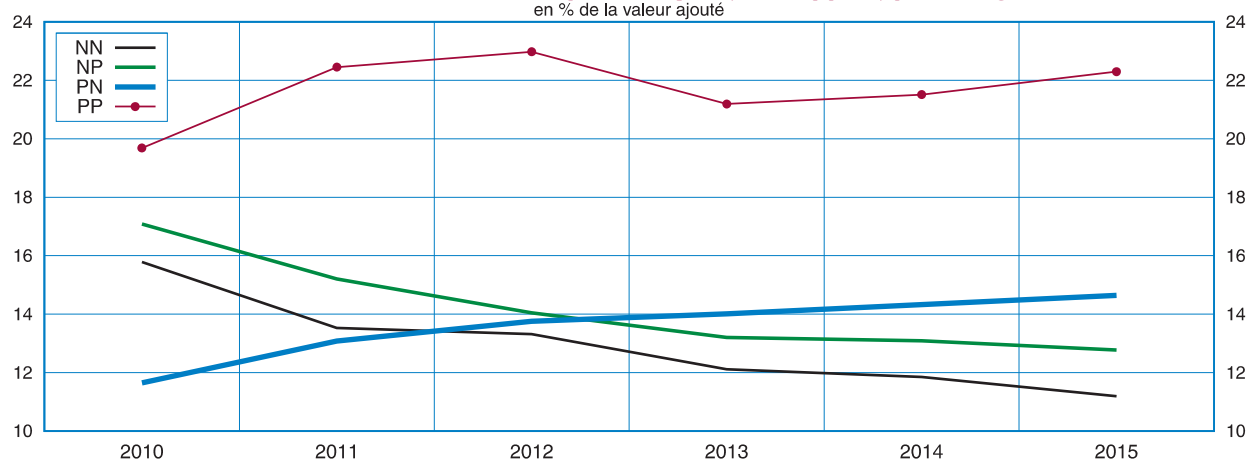
## Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

### L'accumulation de liquidités par les sociétés qui s'endettent ne semble pas s'être faite au détriment de l'investissement

En moyenne sur 2010-2015, la plus grande partie de l'investissement corporel (hors apports) a été réalisée par les sociétés qui se sont endettées et ont simultanément accumulé des liquidités sur la période (*graphique 11*). En particulier, leur ratio d'investissement corporel est demeuré relativement stable, passant de 20 % de leur valeur ajoutée en 2010 à 22 % en 2015. En comparaison, les sociétés qui se sont désendettées tout en accumulant des liquidités ont diminué leur taux d'investissement corporel de 17 à moins de 13 points de valeur ajoutée.

Par ailleurs, les sociétés s'endettant et accumulant des liquidités ont également fortement augmenté leur investissement financier, dont le montant de 106 Md€ en 2010 a atteint près de 200 Md€ en 2015 (*graphique 12*). Ce constat peut suggérer de la part des sociétés des comportements similaires au *carry trade* développé initialement sur le marché des changes, et qui consiste à s'endetter à taux bas afin d'acquérir des actifs d'un meilleur rendement (*encadré 4*). L'investissement en terrains, qui est majoritairement le fait de sociétés s'endettant et accumulant des liquidités, ne montre pas d'évolution particulière sur la période.

**11 - Taux d'investissement corporel moyen (hors apport) par catégorie**  
en % de la valeur ajoutée

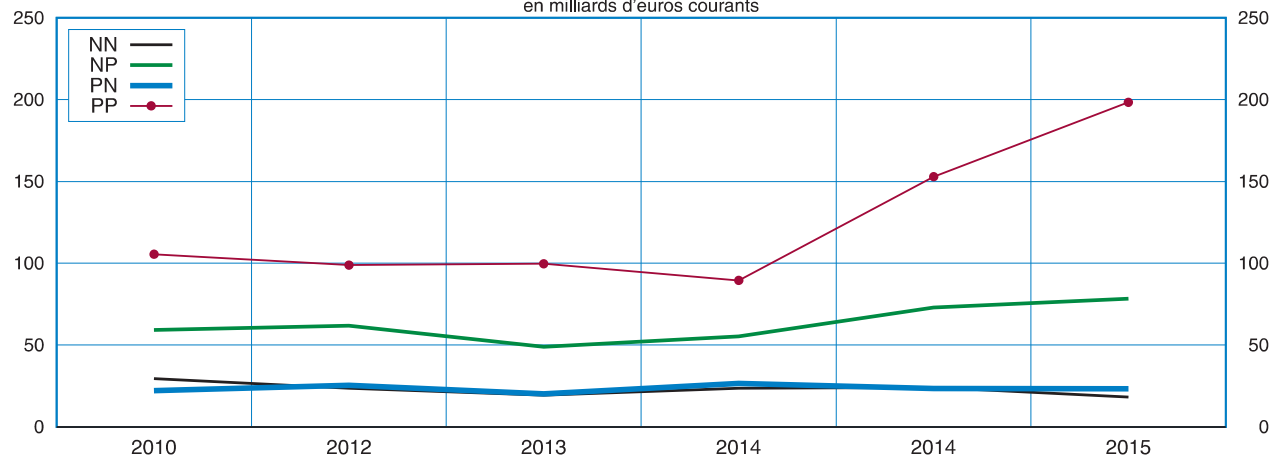


Note : les catégories de sociétés sont construites selon l'évolution conjointe sur 2010-2015 de leur encours de dette financière de long terme (en % de la valeur ajoutée) et de leur stock de liquidités.

PP : hausse de la dette et hausse des liquidités - PN : hausse de la dette et baisse des liquidités - NP : baisse de la dette et hausse des liquidités - NN : baisse de la dette et baisse des liquidités

Source : calculs Insee

**12 - Montant total de l'investissement financier des sociétés, par catégorie**  
en milliards d'euros courants



Note : les catégories de sociétés sont construites selon l'évolution conjointe sur 2010-2015 de leur encours de dette financière de long terme (en % de la valeur ajoutée) et de leur stock de liquidités.

PP : hausse de la dette et hausse des liquidités - PN : hausse de la dette et baisse des liquidités - NP : baisse de la dette et hausse des liquidités - NN : baisse de la dette et baisse des liquidités

Source : calculs Insee

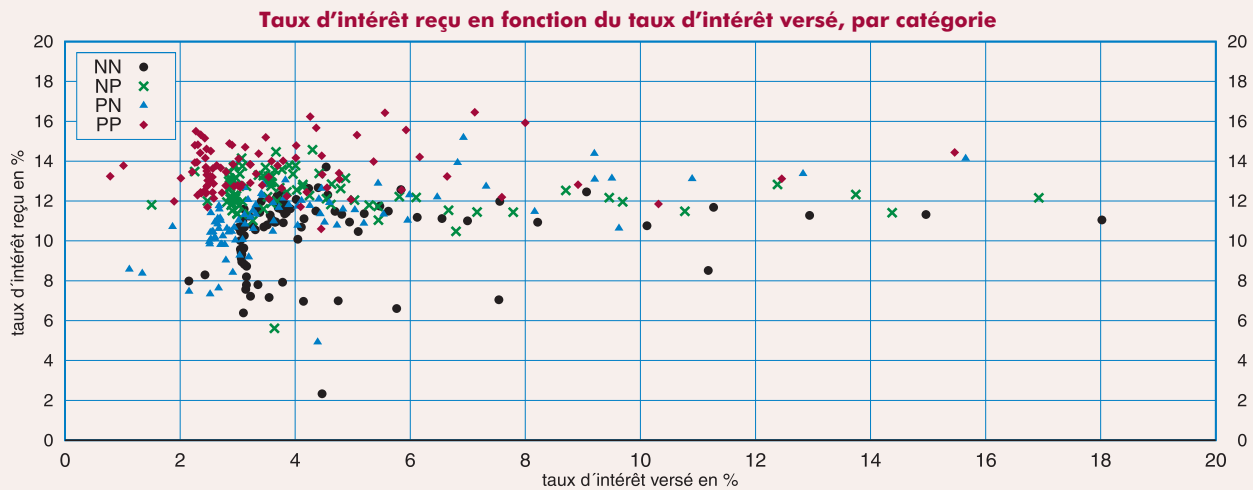
# Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

## Encadré 4 - Les entreprises se sont-elles endettées pour acheter des actifs financiers ?

La baisse du coût d'endettement, du fait notamment de la politique monétaire accommodante menée par la Banque centrale européenne depuis 2009, peut conduire les entreprises à s'endetter pour acquérir des actifs financiers à meilleur rendement. Cette opération, qualifiée de *carry trade*<sup>1</sup>, comporte un risque pour les entreprises car elle les expose à un retournement de l'écart de taux en leur défaveur. Dans notre base de données, la hausse marquée de l'investissement financier des sociétés qui s'endettent et accumulent parallèlement des liquidités peut suggérer des comportements de *carry trade* dans la mesure où :

- l'investissement financier montre une hausse marquée et récente pour cette catégorie de sociétés seulement (*graphique 12*) ;
- les rémunérations perçues sur leurs placements sont supérieures pour les sociétés qui s'endettent et accumulent des liquidités que pour les autres, à coût de la dette donné. Ces sociétés semblent pouvoir optimiser leur rendement sur actifs tout en parvenant à limiter le coût de leur dette (*graphique*) ;
- ce constat est confirmé par l'examen des évolutions jointes du taux d'intérêt versé et du taux d'intérêt reçu à partir de 2013 au sein des différentes catégories de sociétés : les sociétés qui s'endettent tout en accumulant des liquidités sont surreprésentées parmi celles qui ont vu leur coût de la dette baisser et la rémunération de leurs actifs financiers augmenter (*tableau*), en cohérence avec l'hypothèse de *carry trade*. ■

1. Voir Acharya et Steffen (2015), Caballero *et al.* (2016) et Coeuré (2017).



Note : les catégories de sociétés sont construites selon l'évolution conjointe sur 2010-2015 de leur encours de dette financière de long terme (en % de la valeur ajoutée) et de leur stock de liquidités.

PP : hausse de la dette et hausse des liquidités - PN : hausse de la dette et baisse des liquidités - NP : baisse de la dette et hausse des liquidités - NN : baisse de la dette et baisse des liquidités

Le taux d'intérêt versé est approximé par le ratio des charges financières à la dette financière. Le taux d'intérêt reçu est approximé par la somme des produits des autres valeurs mobilières (hors participations), des produits des créances à l'actif immobilisé et des autres intérêts, rapportée aux immobilisations financières. Par souci de lisibilité, chaque point représente la valeur médiane des taux d'intérêt reçu et versé par centile de taux d'intérêt versé.

Source : calculs Insee

### Variation des taux d'intérêt versé et reçu par catégorie

Variation du taux versé et variation du taux reçu	NN	NP	PN	PP	Total
baisse du taux d'intérêt versé baisse du taux d'intérêt reçu	-	--	++	+	49 %
baisse du taux d'intérêt versé hausse du taux d'intérêt reçu	--	-	+	++	8 %
hausse du taux d'intérêt versé baisse du taux d'intérêt reçu	++	+	-	--	36 %
hausse du taux d'intérêt versé hausse du taux d'intérêt reçu	-	++	-	+	7 %

Note : les catégories de sociétés sont construites selon l'évolution conjointe sur 2010-2015 de leur encours de dette financière de long terme (en % de la valeur ajoutée) et de leur stock de liquidités.

PP : hausse de la dette et hausse des liquidités - PN : hausse de la dette et baisse des liquidités - NP : baisse de la dette et hausse des liquidités - NN : baisse de la dette et baisse des liquidités

Les résultats se basent sur un test d'indépendance du chi-2, significatif à moins de 0,1 % :

++ : forte sur-représentation + : sur-représentation - : sous-représentation -- : forte sous-représentation  
0 : ni sur ni sous-représentation

Source : calculs Insee

## Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

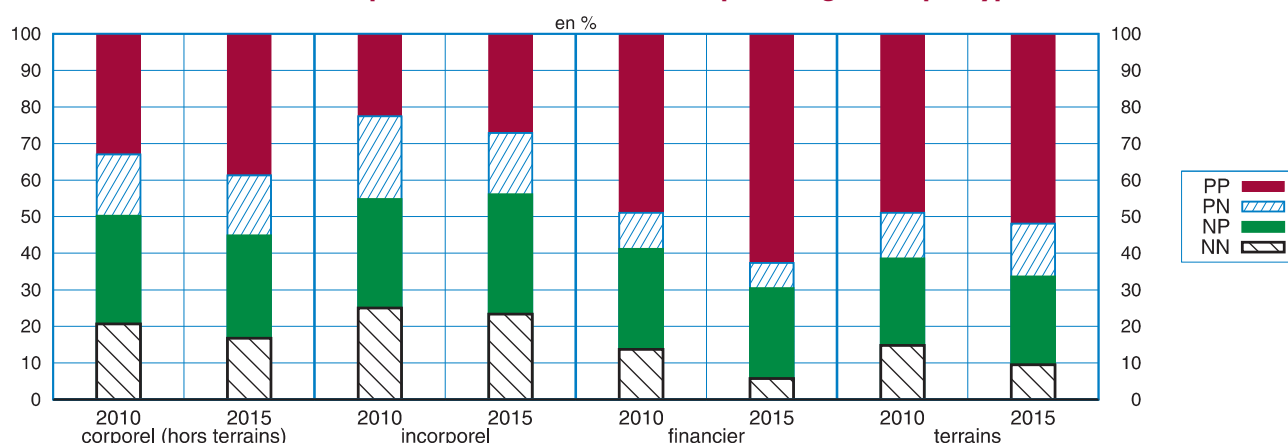
Enfin, les sociétés qui s'endettent tout en accumulant des liquidités sont les deuxièmes contributrices (derrière les sociétés qui se désendettent et accumulent des liquidités) à l'investissement en actifs incorporels (dont les frais de développement, les concessions brevets et droits similaires), à hauteur de 25 % de son total, soit un montant stable autour de 10 Md€ d'euros (graphique 13).

Ce constat exclut donc l'hypothèse d'entreprises ayant augmenté à la fois leur endettement et leurs liquidités au détriment de l'investissement (Artus, 2017), même si, au sein de ces dernières, l'investissement financier semble avoir pris une part plus importante.

*Les sociétés qui se sont endettées tout en accumulant des liquidités ont maintenu leurs marges et amélioré leur taux d'épargne...*

Les sociétés qui se sont endettées et ont accumulé des liquidités ne semblent pas avoir vu leur performance opérationnelle se dégrader sur la période : en effet, bien que diminuant de 2 points de valeur ajoutée entre 2010 et 2015, leur taux de marge moyen se stabilise à partir de 2012 et reste par ailleurs supérieur aux autres catégories (graphique 14).

**13 - Répartition de l'investissement par catégorie et par type**

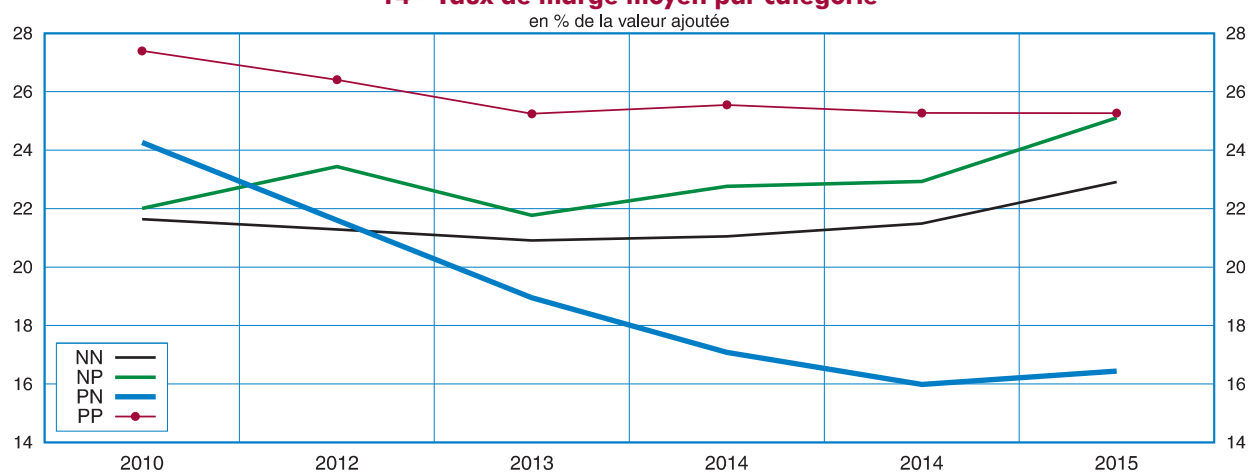


Note : les catégories de sociétés sont construites selon l'évolution conjointe sur 2010-2015 de leur encours de dette financière de long terme (en % de la valeur ajoutée) et de leur stock de liquidités.

PP : hausse de la dette et hausse des liquidités - PN : hausse de la dette et baisse des liquidités - NP : baisse de la dette et hausse des liquidités - NN : baisse de la dette et baisse des liquidités

Source : calculs Insee

**14 - Taux de marge moyen par catégorie**



Note : le taux de marge désigne l'excédent brut d'exploitation des sociétés concernées rapporté à leur valeur ajoutée.

Les catégories de sociétés sont construites selon l'évolution conjointe sur 2010-2015 de leur encours de dette financière de long terme (en % de la valeur ajoutée) et de leur stock de liquidités.

PP : hausse de la dette et hausse des liquidités - PN : hausse de la dette et baisse des liquidités - NP : baisse de la dette et hausse des liquidités - NN : baisse de la dette et baisse des liquidités

Source : calculs Insee

## Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

Un constat similaire peut être fait au niveau du taux d'épargne : le taux d'épargne moyen des sociétés qui se sont endettées et ont accumulé des liquidités sur 2010-2015 est demeuré globalement stable entre 2010 et 2014 (12 points de valeur ajoutée environ) et a ensuite augmenté à 15 points de valeur ajoutée en 2015 (*graphique 15*). Tant le taux de marge que le taux d'épargne de ces sociétés sont supérieurs à ceux des sociétés qui ont accumulé des liquidités tout en réduisant leur endettement<sup>8</sup>. Ces éléments semblent donc infirmer, pour les sociétés qui se sont endettées et ont accumulé des liquidités, l'hypothèse d'un endettement réalisé faute de rentabilité suffisante.

En revanche, les sociétés qui se sont endettées sans accumuler de liquidités voient une nette baisse de leur taux de marge sur la période, celui-ci passant de 24 points de valeur ajoutée en 2010 à 16 points en 2015. Leur taux d'épargne montre un profil similaire, diminuant de 5 points de valeur ajoutée entre 2010 et 2015.

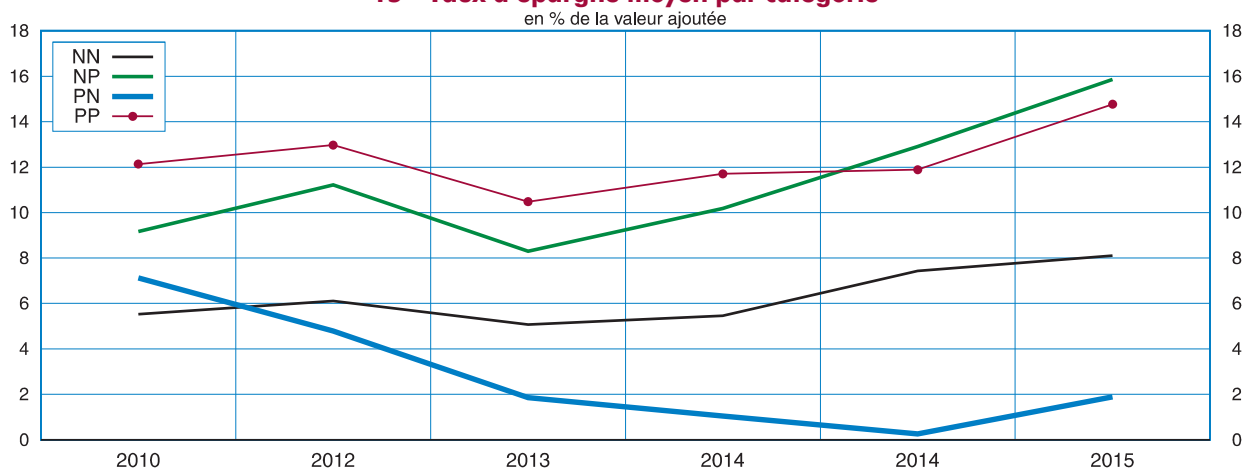
*...et n'ont pas distribué davantage de dividendes sur la période*

L'intensité de la distribution de dividendes, mesurée comme la part des dividendes dans la capacité d'autofinancement (revenus nets avant versement des dividendes), a globalement diminué pour les sociétés ayant à la fois augmenté leur endettement et leurs liquidités : après une stabilité entre 2010 et 2014 aux alentours de 60 %, celle-ci a fortement diminué en 2015 pour se situer à environ 30 % en 2015 (*graphique 16*). Au regard de ces éléments, l'hypothèse d'un endettement effectué dans l'optique de rémunérer davantage les actionnaires par la distribution de dividendes semble peu crédible (ce qui n'exclut pas la rémunération des actionnaires par rachat d'actions). Néanmoins, le volume de dividendes rapporté à la valeur ajoutée se stabilise sur la période, reflétant une hausse des bénéfices plutôt que de l'intensité de la distribution de dividendes.

En revanche, les sociétés s'étant endettées sans accroître leur stock de liquidités font apparaître une forte hausse de l'intensité de distribution de dividendes. Il semble que face à la dégradation de leur capacité d'autofinancement, ces sociétés aient cherché à maintenir le montant des dividendes versés (en % de la valeur ajoutée), au risque de consommer l'essentiel de leur capacité d'autofinancement. Ces différences marquées dans la distribution de dividendes entre catégories peuvent refléter la répartition des revenus entre les unités légales d'un même groupe. En effet, les sociétés qui s'endettent semblent sur-représentées parmi les filiales de groupe (*encadré 5*).

8. À noter que le taux d'épargne est calculé net des changes de remboursement de la dette, ce qui renforce le constat.

### 15 - Taux d'épargne moyen par catégorie



Note : le taux d'épargne désigne l'autofinancement des sociétés concernées (montant que la société parvient à dégager de son activité annuelle après rémunération de tous les acteurs y prenant part, tels que les salariés, les sous-traitants et intérimaires, les prêteurs, l'État et les actionnaires) rapporté à leur valeur ajoutée.

Les catégories de sociétés sont construites selon l'évolution conjointe sur 2010-2015 de leur encours de dette financière de long terme (en % de la valeur ajoutée) et de leur stock de liquidités.

PP : hausse de la dette et hausse des liquidités - PN : hausse de la dette et baisse des liquidités - NP : baisse de la dette et hausse des liquidités - NN : baisse de la dette et baisse des liquidités

Source : calculs Insee



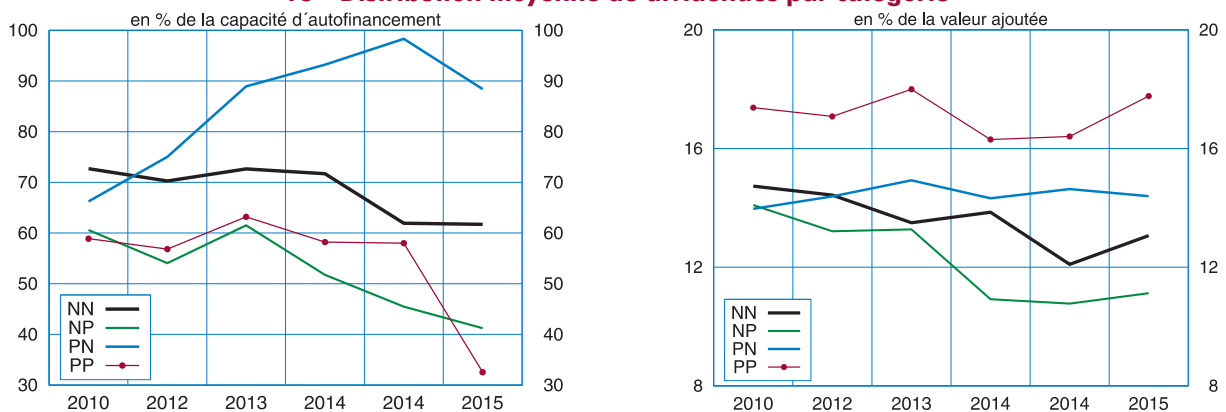
# Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

## Les sociétés qui s'endettent tout en accumulant des liquidités accroissent leurs capitaux propres, mais à un rythme inférieur à celui de leur dette

La soutenabilité de la dette d'une entreprise peut aussi être analysée en la rapportant à ses capitaux propres. Les capitaux propres (définis ici comme la somme du capital social, des réserves, des reports à nouveau, du résultat de l'année, des subventions et des provisions réglementées) représentent une ressource stable pour l'entreprise, apportée par des actionnaires ou des associés dans l'optique d'exercer un droit de contrôle. De son côté, la dette impose une charge financière prédéterminée de remboursement qui peut constituer un fardeau pour l'entreprise en cas d'insuffisance temporaire de ses résultats. Ainsi, le ratio de dette financière de long terme sur les capitaux propres indique la proportion des ressources de long terme de la société qui requièrent des charges financières récurrentes, et une hausse abrupte de ce ratio peut dès lors apparaître comme porteuse de risques.

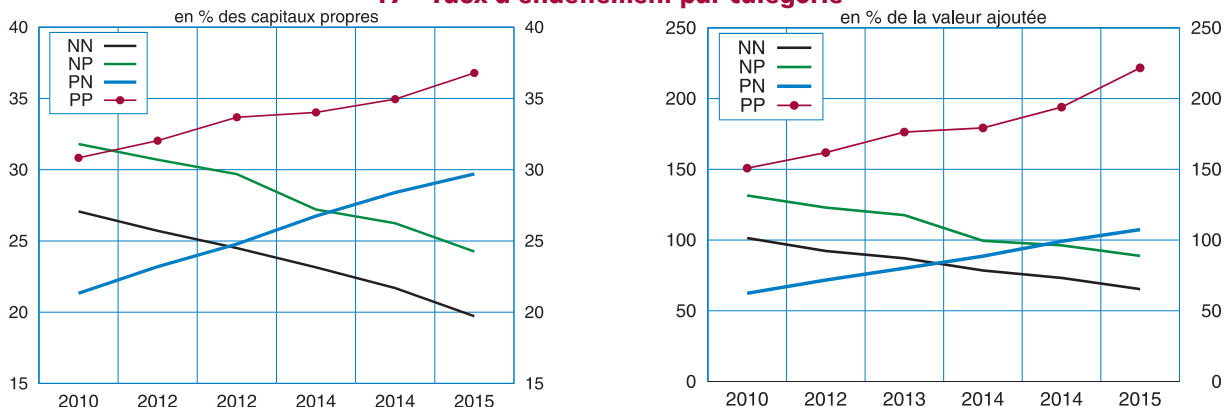
Pour les sociétés qui se sont endettées sur 2010-2015 et ont accumulé des liquidités, le taux d'endettement rapporté aux capitaux propres moyen a augmenté de 6 points entre 2010 et 2015 (graphique 17). Cette hausse certes notable est toutefois plus faible que celle du taux d'endettement rapporté à la valeur ajoutée, qui a progressé de 71 points entre 2010 et 2015. Ainsi, les sociétés qui s'endettent tout en accumulant des liquidités ont accru leurs capitaux propres, à un rythme comparable, bien que plus faible, à celui de l'accroissement de leurs dettes : la structure du bilan ne se déforme que raisonnablement en faveur de la dette. En revanche, la dette de ces sociétés a fortement crû au regard de leur valeur ajoutée, ce qui indique un accroissement généralisé des bilans déconnecté du résultat de ces sociétés.

### 16 - Distribution moyenne de dividendes par catégorie



Note : l'intensité de la distribution de dividendes désigne le montant de dividendes versés par les sociétés concernées rapporté à leur capacité d'autofinancement (revenu net avant versement de dividendes).

### 17 - Taux d'endettement par catégorie



Les catégories de sociétés sont construites selon l'évolution conjointe sur 2010-2015 de leur encours de dette financière de long terme (en % de la valeur ajoutée) et de leur stock de liquidités. PP : hausse de la dette et hausse des liquidités - PN : hausse de la dette et baisse des liquidités - NP : baisse de la dette et hausse des liquidités - NN : baisse de la dette et baisse des liquidités

Source : calculs Insee

# Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

## Encadré 5 - Catégories et appartenance à un groupe

L'analyse microéconomique se fonde sur l'unité légale comme unité statistique, dans un souci de suivre le plus longtemps possible une société dans l'échantillon. En effet, l'exploitation de données d'entreprises profilées (c'est-à-dire la réunion d'unités légales appartenant à un même groupe) ne permettait pas d'étudier les années antérieures à 2013.

Cette analyse, par nature non consolidée, permet donc d'examiner le lien entre endettement et organisation intra-groupe. Les unités légales qui s'endettent sur la période 2010-2015 semblent majoritairement appartenir à des groupes, conformément à la littérature existante (Picart, 2003, et aussi Kremp et Sevestre, 2000). Néanmoins, celles qui s'endettent et qui accumulent des liquidités sont surreprésentées parmi les têtes de groupe, tandis que les sociétés qui s'endettent sont sur-représentées au sein des filiales de groupe, quel que soit leur comportement vis-à-vis des liquidités (tableau). Ces résultats sont cohérents avec la dynamique de distribution de dividendes, qui est particulièrement haussière chez les sociétés qui s'endettent sans accumuler de liquidités (souvent filiales) et nettement en baisse pour les sociétés qui s'endettent et accumulent des liquidités, comptant de nombreuses têtes de groupe. ■

### Fréquence des têtes de groupe et des filiales au sein des catégories de sociétés

L'unité légale est-elle...					
... une tête de groupe ?	NN	NP	PN	PP	Part dans la base
Non	++	+	+	--	89 %
Oui	--	-	-	++	11 %
... une filiale ?	NN	NP	PN	PP	Part dans la base
Non	++	+	-	--	73 %
Oui	--	-	+	++	27 %
Part dans la base	25 %	33 %	21 %	21 %	100 %

Note : les catégories de sociétés sont construites selon l'évolution conjointe sur 2010-2015 de leur encours de dette financière de long terme (en % de la valeur ajoutée) et de leur stock de liquidités. PP : hausse de la dette et hausse des liquidités - PN : hausse de la dette et baisse des liquidités - NP : baisse de la dette et hausse des liquidités - NN : baisse de la dette et baisse des liquidités. Les résultats se basent sur un test d'indépendance du chi-2, significatif à moins de 0,1 % :  
++ : forte sur-représentation  
+ : sur-représentation  
- : sous-représentation  
-- : forte sous-représentation  
0 : ni sur ni sous-représentation  
Source : calculs Insee

### Au niveau individuel, l'essentiel de la dette est souscrit par des sociétés dont le taux d'endettement net des liquidités reste contenu, même si certaines dynamiques hétérogènes appellent à la vigilance

De façon analogue à ce qui a été fait au niveau macroéconomique, on considère à présent l'endettement net des sociétés (dette nette des liquidités, en proportion de la valeur ajoutée). Afin de se concentrer sur celles pouvant présenter un risque éventuel au regard de leur endettement, on se restreint aux 10 % des sociétés les plus endettées en 2015 (en encours de dette) : il s'agit d'environ 76 000 unités légales<sup>9</sup>, qui représentent plus de 80 % de l'encours de dette total en 2015. Les sociétés qui s'endettent et qui accumulent des liquidités représentent environ un tiers de ce périmètre, tandis que les sociétés qui s'endettent sans accumuler de liquidités et celles qui se désendettent tout en accumulant des liquidités en représentent chacune 20 %.

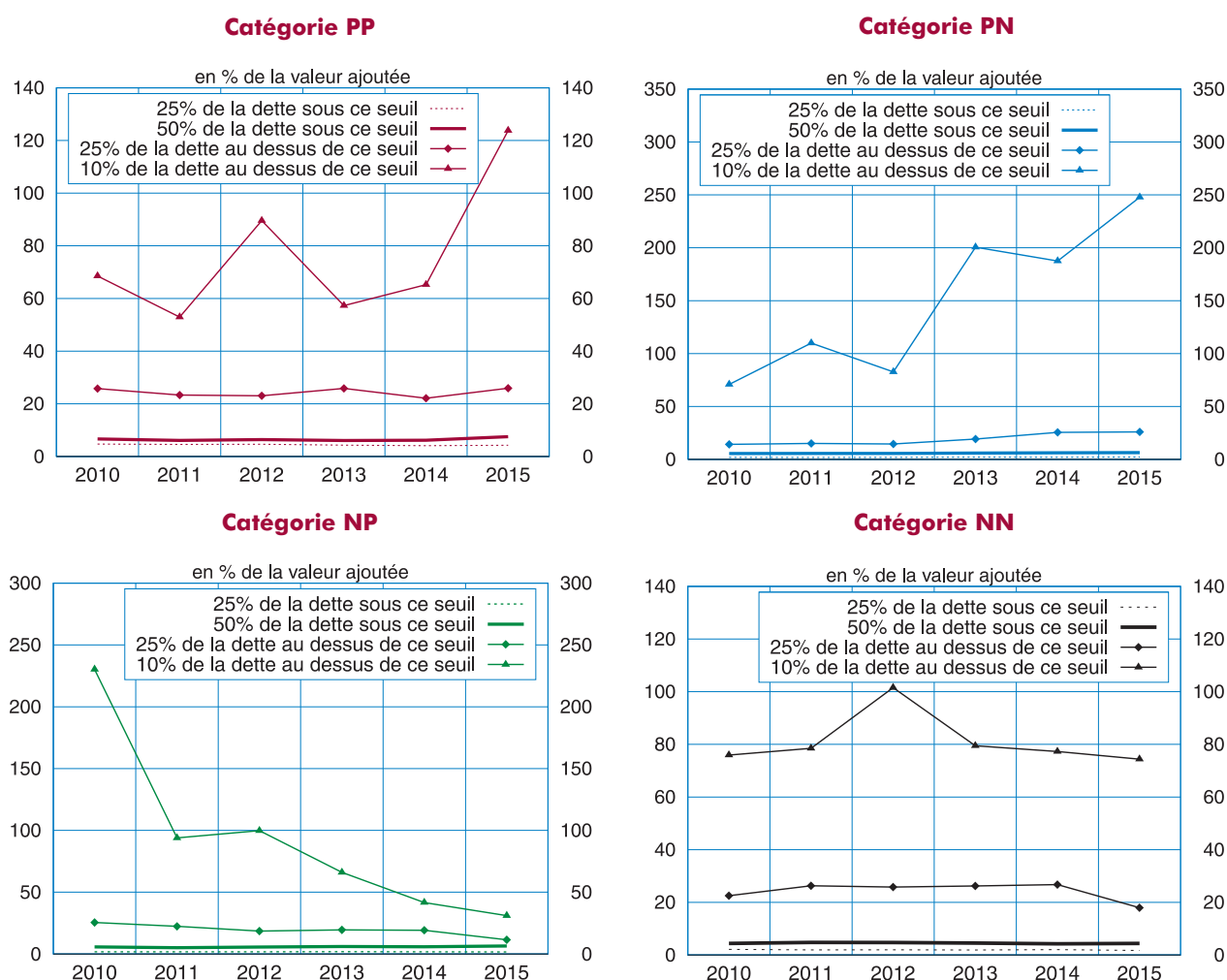
9. 3 600 unités légales appartenant à de grandes entreprises (au sens de la loi de modernisation de l'économie de 2008), 12 000 unités légales appartenant à des entreprises de taille intermédiaire, 20 000 et 41 000 unités légales considérées respectivement comme des micro-entreprises et des petites et moyennes entreprises.

## Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

Au sein de ce périmètre des sociétés les plus endettées en 2015, la plus grosse partie de la dette est située dans des sociétés dont le taux d'endettement net des liquidités reste inférieur à 30 % ou 40 % selon les catégories de sociétés, et ce sur l'ensemble de la période : par exemple, parmi les sociétés qui s'endettent et accumulent des liquidités, 75 % de la dette est portée par des sociétés dont l'endettement net des liquidités ne dépasse pas 30 % de leur valeur ajoutée (*graphique 18*), suggérant que ces dernières accumulent des liquidités à un rythme suffisant pour couvrir leur dette.

En revanche, une partie de la dette se trouve concentrée dans des sociétés dont les taux d'endettement sont nettement plus élevés et dynamiques : parmi les sociétés qui s'endettent et accumulent des liquidités, 10 % de la dette se situe chez celles dont l'endettement net des liquidités dépassait 70 % de la valeur ajoutée en 2010, puis 120 % en 2015. Chez les sociétés qui s'endettent sans accumuler de liquidités, 10 % de la dette est portée par celles dont l'endettement net dépassait 60 % de la valeur ajoutée en 2010 puis 250 % en 2015.

**18 - Taux d'endettement net des liquidités des 10 % des sociétés les plus endettées en 2015, par catégorie**



Lecture : en 2010 et au sein des sociétés les plus endettées en 2015 (en volume de dette), 75 % de la dette des sociétés PP est située dans des sociétés dont l'endettement net des liquidités est inférieur à environ 25 % de leur valeur ajoutée, tandis que 10 % de la dette est située dans des sociétés dont l'endettement net des liquidités est supérieur à 70 % de leur valeur ajoutée.

Note : Les catégories de sociétés sont construites selon l'évolution conjointe sur 2010-2015 de leur encours de dette financière de long terme (en % de la valeur ajoutée) et de leur stock de liquidités.

PP : hausse de la dette et hausse des liquidités - PN : hausse de la dette et baisse des liquidités - NP : baisse de la dette et hausse des liquidités - NN : baisse de la dette et baisse des liquidités

Source : calculs Insee

## Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?

**Bien que la dette des entreprises françaises soit en majorité portée par des entreprises possédant des liquidités importantes, un risque financier subsiste**

La hausse récente de la dette semble donc être le fait d'entreprises qui accumulent par ailleurs des liquidités à leur actif. En particulier, les grandes entreprises, qui ont une contribution importante à l'encours agrégé de dette, voient le ratio de leur dette nette (des liquidités) rapportée à leur fonds propres baisser depuis 2012 (Bulletin de la Banque de France, 2017). Cependant, ceci ne signifie pas l'absence de tout risque financier. D'une part, le fort endettement des entreprises françaises relativement aux autres entreprises européennes les rend plus vulnérables à un scénario de remontée des taux, ainsi que plus généralement à tout choc économique adverse (OCDE, 2017). D'autre part, on pourrait redouter un scénario où certaines des liquidités détenues par les entreprises seraient employées pour acquérir des actifs à des prix déjà élevés. Ce comportement les rendrait alors vulnérables à l'évolution de la valorisation des actifs nouvellement acquis. ■

### Bibliographie

- Acharya V. et Steffen S.** (2015) « The “greatest” carry trade ever ? Understanding eurozone bank risks », *Journal of Financial Economics*, vol. 115 issue 2, p. 215-236, février.
- Artus P.** (2017), « Faut-il s'inquiéter des pays de l'OCDE où le taux d'endettement des entreprises augmente ? », *Flash Économie* n° 570, Natixis, mai.
- Baquero L.** (2016) « L'investissement privé est-il trop faible en Allemagne ? », *Trésor-Éco* n° 172, juillet.
- Caballero J., Panizza U. et Powell A.** (2016) « The second wave of global liquidity : Why are firms acting like financial intermediaries ? », *IDB Working Paper* n° IDB-WP-641, mai.
- 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.
- Coeuré B.** (2017), « The international dimension of the ECB's asset purchase programme », discours prononcé le 11 juillet 2017 à la réunion du *Foreign Exchange Contact Group*.
- Ferrante A., Guillas D. et Solotareff R.** (2016), « Entre 2010 et 2015, les inégalités de patrimoine se réduisent légèrement », *Insee Première* n° 1621, novembre.
- Fortin A., Giraud C.-J. et Lalonde É.** (2015), « Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne », *Note de conjoncture*, Insee, décembre, p. 21-40.
- Fournier J.** (2017), « Les endettements public et privé : divergences d'environnement économique et de choix conceptuels », *Comparaisons statistiques internationales : regards croisés France-Allemagne*, *Panorama du CEPII* n° 2017-02, juin.
- Kremp E. et Sevestre P.** (2000), « L'appartenance à un groupe facilite le financement des entreprises », *Économie et statistique* n° 336.
- OCDE** (2017), « Resilience in a time of high debt », *OECD Economic outlook*, vol. 2017 issue 2.
- Picart C.** (2003), « Internationalisation et endettement des grands groupes français à la fin des années 1990 », *Économie et statistique* n° 363-364-365. ■