

LES ENTREPRISES FRANÇAISES VONT-ELLES RECOMMENCER A S'ENDETTER ?

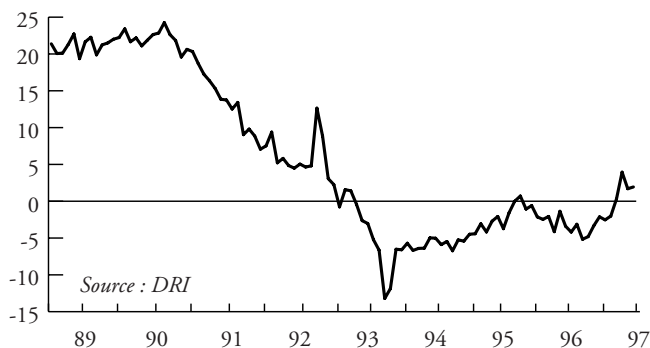
PATRICK ARTUS*

LES FAITS : PLUS AUCUNE RECHERCHE DE FINANCEMENT EXTERNE PAR LES ENTREPRISES FRANÇAISES

Le graphique n°1 montre la rupture dans la progression du crédit des entreprises françaises : après une période de croissance extrêmement rapide à la fin des années 1980, il y a décroissance de l'encours de crédit de 1993 à 1997, très petite reprise de la distribution (en termes nets) de crédit à la fin de 1997. A cette date, les entreprises prévoient cependant à nouveau d'augmenter leurs encours de crédit (graphique n°1bis). Le taux d'endettement des entreprises (graphique n° 2) a baissé pendant les années 1970, a remonté au moment du second choc pétrolier puis des fortes hausses de salaire du début des années 1980 ; il a diminué ensuite pendant la phase de restructuration des années 1983-1988. De 1989 à 1993, il augmente énormément : il y a d'abord la forte progression de l'investissement, de 1989 à 1992, que nous analyserons plus loin, puis la récession de 1993. On comprend qu'en 1993 les entreprises aient souhaité se désendetter puisque leur taux d'endettement était remonté au niveau de 1978 et que l'activité s'effondrait.

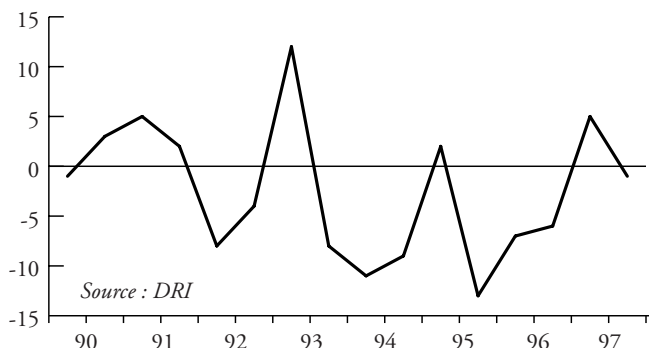
143

Graphique n° 1
Croissance du crédit des banques aux sociétés (GA en %)

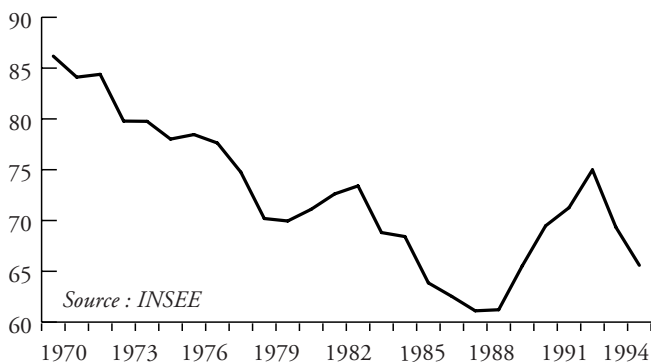


*Directeur des études économiques, Caisse des dépôts et consignations

Graphique n° 1 bis - Enquête de trésorerie
Perspectives d'évolution de l'endettement à moyen-long terme
(solde des réponses) - Ensemble de l'industrie France



Graphique n° 2 - Taux d'endettement
(ratio : dette nette hors actions / Valeur ajoutée des sociétés en France)

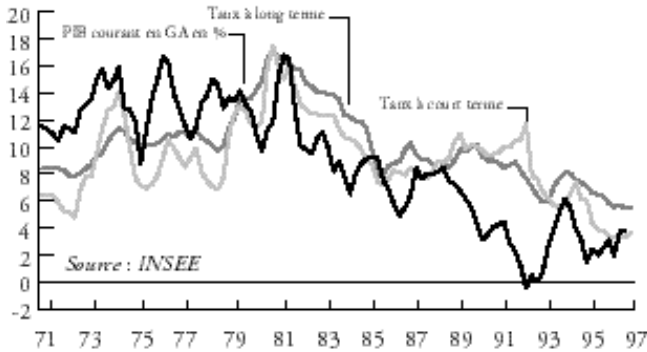


144

Une autre explication plus théorique est liée à la contrainte de solvabilité intertemporelle. On exploite souvent les implications de cette contrainte dans le cas du budget de l'Etat, rarement dans celui des décisions des entreprises. Comme dans le cas des finances publiques, si le taux d'intérêt nominal passe au-dessus du taux de croissance nominal, la dynamique de la dette devient spontanément divergente : la dette, rapportée à la production, croît continûment si rien n'est fait pour l'éviter. Ceci pousse évidemment à éviter d'utiliser la dette pour se financer, alors que dans la situation symétrique (taux d'intérêt inférieur au taux de croissance), la dette disparaît d'elle même.

Le graphique n° 2 bis montre que le taux long nominal passe nettement au-dessus du taux de croissance nominal en 1990-1991 : c'est justement à partir de cette date que la croissance du crédit ralentit (voir graphique n° 1) : on ne peut pas du tout exclure que la contrainte de solvabilité ait joué un rôle dans l'arrêt de la demande de crédit.

Graphique n° 2 bis
France : croissance nominale et taux d'intérêt



Il faut aussi mentionner qu'une partie de la demande de crédit est mécaniquement liée aux besoins de financement à court terme des entreprises (fonds de roulement, stocks). Il est clair que, en particulier, l'évolution stocks a joué dans le sens d'un faible besoin de crédit court.

Les variations totales de stocks ont représenté 45 MdsF (1980) en 1990, 19 MdsF en 1991, - 1 MdsF en 1992 (il y a destockage), - 55 MdsF en 1993 (énorme destockage) ; même après la récession, les entreprises ne reconstituent pas leurs stocks (variation de stocks de 4 MdsF en 1994, 12 MdsF en 1995, - 6 MdsF en 1996, -1 MdsF en 1997).

145

Le recul de la distribution de crédit à partir de 1993 n'est pas compensé par le recours à d'autres formes de financement externe : les émissions obligataires des entreprises non financières (graphique n° 3) sont toujours restées minuscules. Les émissions d'actions (avec appel public à l'épargne)¹ (Tableau n° 1), sont même en diminution.

Graphique n° 3
Emissions nettes d'obligations des sociétés non financières
(en milliards de francs)

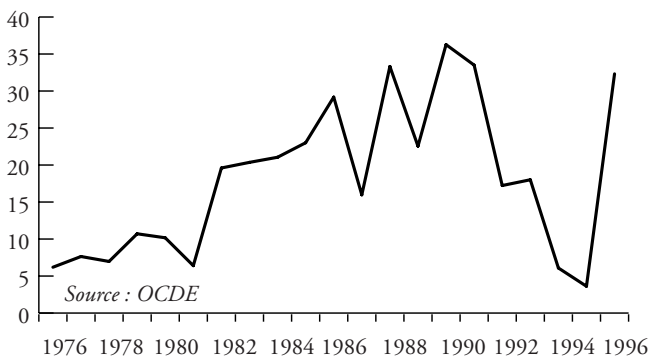


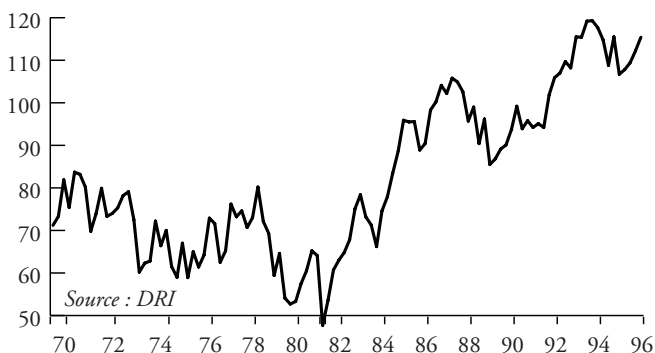
Tableau n° 1
Emissions d'actions (MdsF) (avec appel public à l'épargne)

1993	1994	1995	1996	1997
67.0	77.2	38.4	39.3	46.0

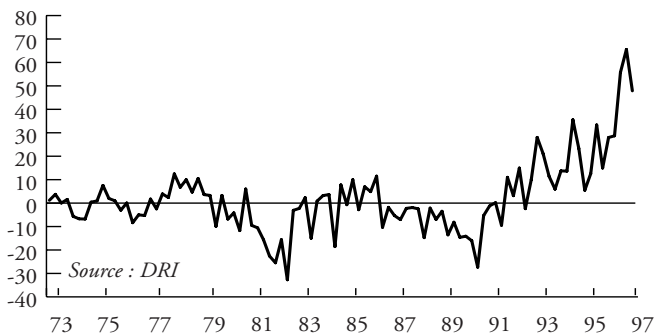
Sources : BdF

Les entreprises françaises sont passées à une pratique d'autofinancement total de leurs projets d'investissement : en 1993, le taux d'autofinancement saute de 95 % à plus de 110 %, et se maintient depuis à ce niveau. Les entreprises sont maintenant prêteuses nettes, ce qui n'avait jamais été le cas depuis le début des années 1970, ce qui contribue évidemment à l'apparition de l'énorme excédent de la balance courante de la France (graphique n° 5), signe d'un excès de l'épargne nationale par rapport à l'investissement.

Graphique n° 4
Taux d'autofinancement des sociétés



Graphique n° 5
Balance des transactions courantes en milliards FF (courants)



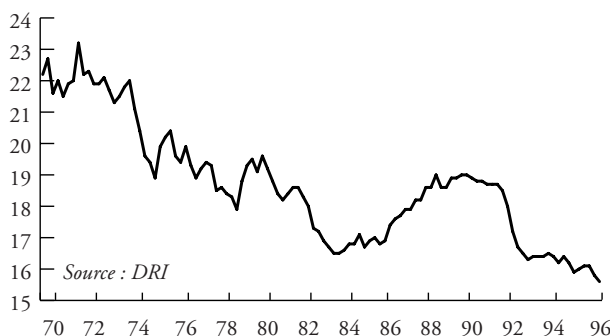
L'effet sur les banques est aussi dramatique : la réduction de l'encours de crédit bancaire aux entreprises, alors que la collecte de l'épargne continue à augmenter (surtout sur des formes bien rémunérées, comme l'épargne à taux réglementé) réduit considérablement les marges d'intermédiation (les banques doivent investir en titres publics) ou les pousse à courir des risques exagérés (prêts aux non-résidents).

Il faut donc essayer de comprendre les causes de la disparition du financement externe.

UN RECUIL DE LA DEMANDE DE CREDIT POUR DES CAUSES CYCLIQUES ?

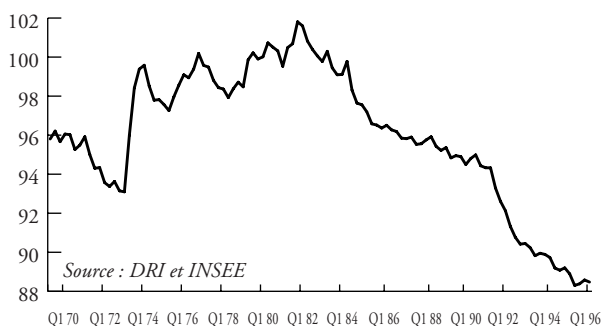
Il est clair que le taux d'investissement (rapporté à la valeur ajoutée) des entreprises françaises a beaucoup baissé (graphique n° 6), de fait depuis 1975, avec la seule exception de la période de forte croissance liée à la réunification allemande (1988-1991). Le taux d'investissement en volume ne prend de plus pas en compte le fait que le prix relatif des biens d'équipement a beaucoup baissé en France (graphique n° 6A), ce qui réduit encore le besoin d'investissement (en valeur) des entreprises.

Graphique n° 6
Taux d'investissement (en volume)



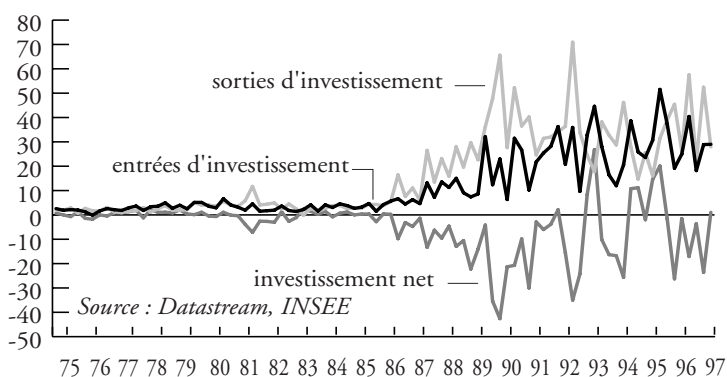
147

Graphique n° 6 A
Prix relatifs des biens d'équipement (prix investissement / prix PIB, France)



Les évolutions observées de 1993 à 1997 ne font de fait que renouer avec celles de la période 1975-1985. Il est aussi intéressant de noter que le recul de l'investissement en France depuis 1993 n'est pas compensé par une augmentation de l'investissement à l'étranger (graphique n° 6B). L'investissement à l'étranger des entreprises françaises a un peu augmenté (de 5 à 10 Mds de francs par trimestre, ce qui n'est pas énorme comparé à l'ensemble de l'investissement), et le solde des investissements directs reste très voisin de 0.

Graphique n° 6 B
Investissement directe en France en milliards de FF (par trimestre)

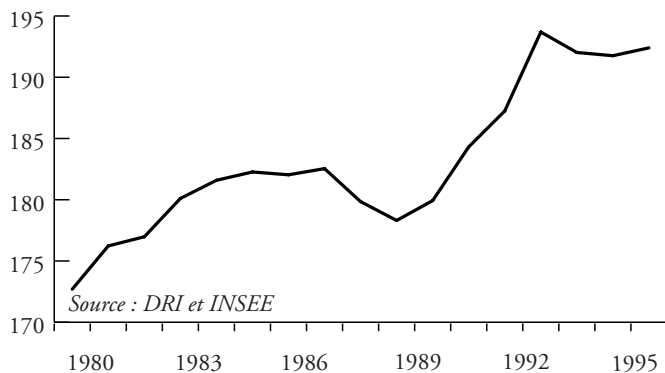


148

Le faible besoin d'investissement en France dans les années 1990 peut aussi être relié au fait que le capital commence à être utilisé plus efficacement. Le graphique n° 7 montre que l'intensité capitalistique (rapport capital/PIB) a augmenté de 1980 à 1993 (les fluctuations de ce rapport étant dues au cycle, c'est-à-dire aux variations du taux d'utilisation des capacités), s'est stabilisée depuis malgré la faible croissance. Ceci reflète le fait que le capital est devenu un facteur de production cher, qu'il faut économiser ; que les entreprises ne cherchent plus à tout prix à substituer du capital au travail ; que le capital est utilisé de façon plus efficace, plus longtemps. L'enquête de la Banque de France sur la « durée d'utilisation des équipements » est, de ce point de vue, riche d'enseignements. En 1997 et 1998, cette durée a progressé de 2,3 % (chaque année), pour toutes les tailles d'entreprises.

Il est pratiquement possible en France maintenant que l'économie connaisse une croissance égale à la croissance de long terme sans avoir besoin d'un supplément de capital. Le faible niveau de l'investissement dans les années 1990 n'a pas que des causes cycliques, mais semble résulter aussi d'une volonté d'économiser le capital.

Graphique n° 7
Ratio Capital/PIB (en volume) (intensité capitalistique)

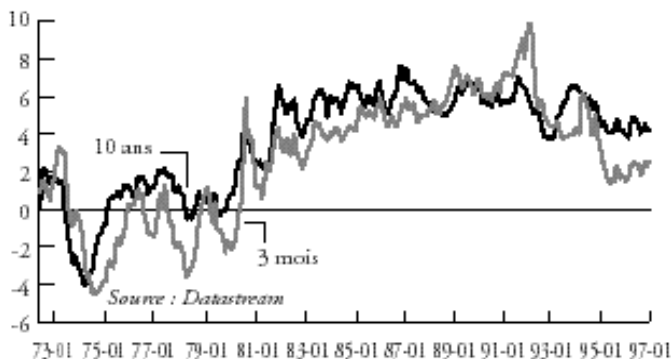


*LE COÛT DU FINANCEMENT N'EXPLIQUE PAS LE RECUL
 DE LA DEMANDE DE CRÉDIT*

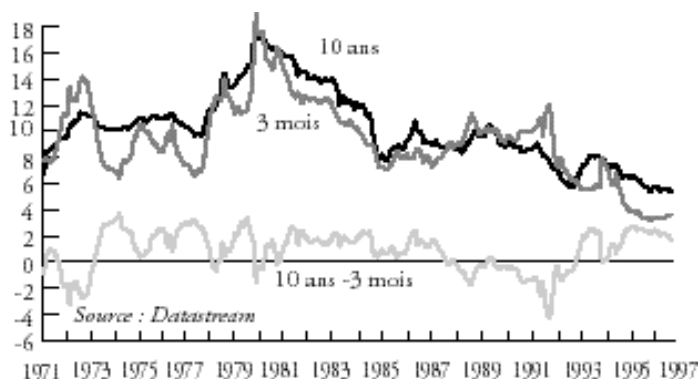
La rupture en ce qui concerne l'évolution de la demande de crédit date de la fin de 1990. Il est difficile de croire qu'elle résulte de l'évolution des taux d'intérêt. Les taux d'intérêt réels sont élevés depuis 1982 ; ils croissent d'abord avec la politique monétaire restrictive aux Etats-Unis, puis avec l'effort de convergence de la France dans le SME, puis enfin avec les taux allemands lors de la réunification (graphique n° 8). Les taux nominaux, qui peuvent jouer un rôle si il existe des contraintes de liquidité, sont plus bas en 1990 que de 1980 à 1985 (graphique n° 8 bis).

149

Graphique n° 8
Les taux réels en France



Graphique n° 8 bis
Les taux en France

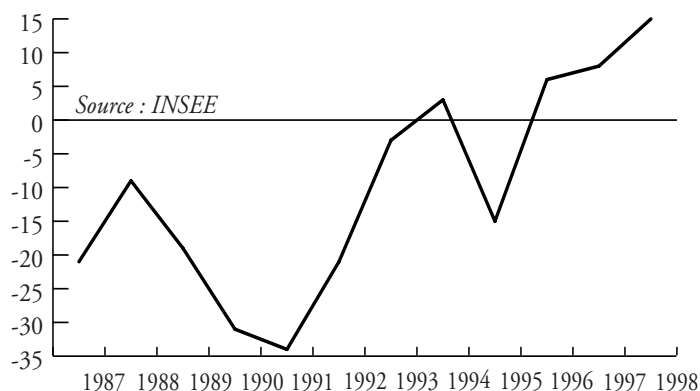


On peut aussi approcher cette question en regardant les enquêtes.

Le graphique n° 9 montre que de 1987 à 1992, les entreprises industrielles ont jugé que le niveau des taux d'intérêt décourageait fortement l'investissement. Ce n'est plus le cas à partir de 1993 et pourtant c'est à partir de cette date que l'encours de crédit baisse fortement.

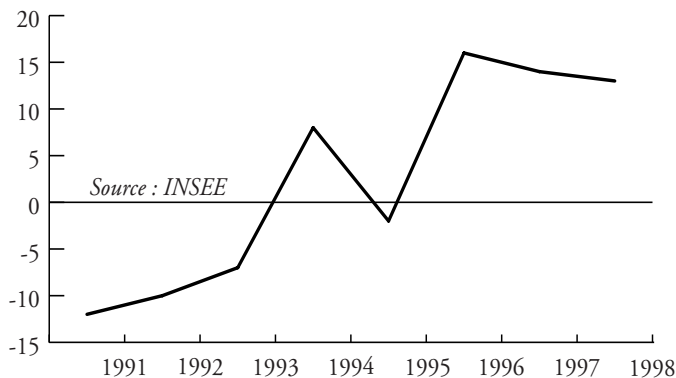
150

Graphique n° 9
Influence des taux d'intérêt sur l'investissement des entreprises
(chiffre positif : favorable)



Il en est de même pour « l'ensemble des conditions de financement » qui est une notion vague qui mélange la disponibilité du crédit, le niveau des taux d'intérêt, éventuellement même l'ampleur de financements internes (graphique n° 10) : leur influence négative jusqu'en 1993, devient neutre en 1994-1995, puis favorable en 1996-1997.

Graphique n° 10
Influence des conditions de financement sur l'investissement
des entreprises

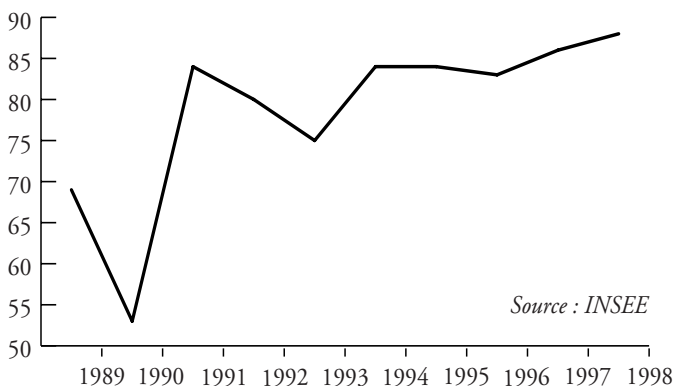


Au total, le profil dans le temps des taux d'intérêt et la perception par les entreprises de leur effet sur l'investissement ne semblent pas indiquer que, depuis 1992-1993, c'est le coût du crédit qui a découragé l'investissement.

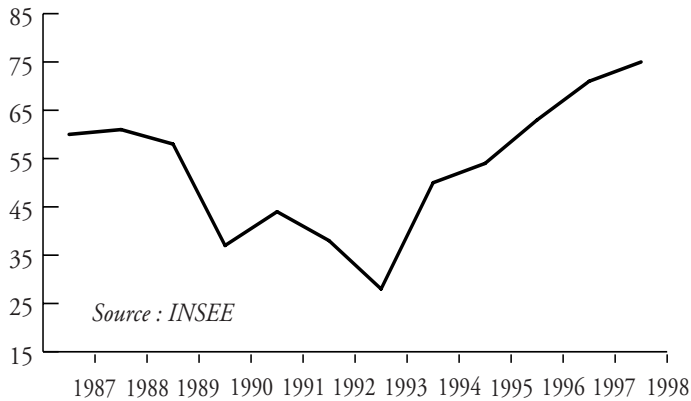
On peut d'ailleurs regarder les facteurs de freinage de l'investissement. Dès 1991, le niveau de profits joue un rôle positif (graphique n° 11). Nous reviendrons plus loin sur la remontée de la rentabilité des entreprises françaises. Dès 1994, la demande extérieure (à l'exportation) a aussi un effet favorable (graphique n° 12) et la demande intérieure, à partir de cette même date, n'est plus perçue comme un facteur réellement défavorable (graphique n° 13).

151

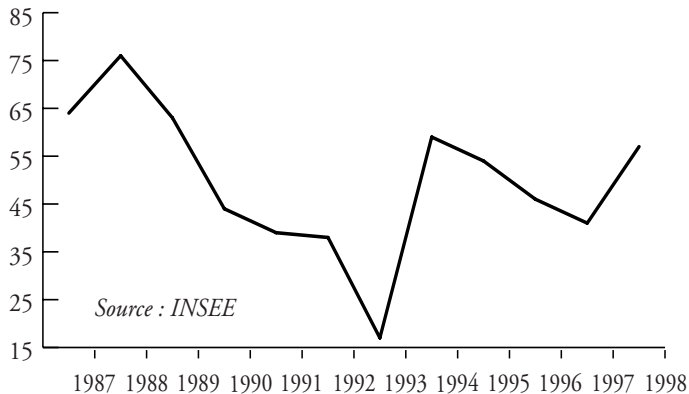
Graphique n° 11
Influence des profits escomptés sur l'investissement des entreprises



Graphique n° 12
Influence des perspectives de demande extérieure sur les investissements



Graphique n° 13
Influence des perspectives de demande intérieur sur les investissements des entreprises

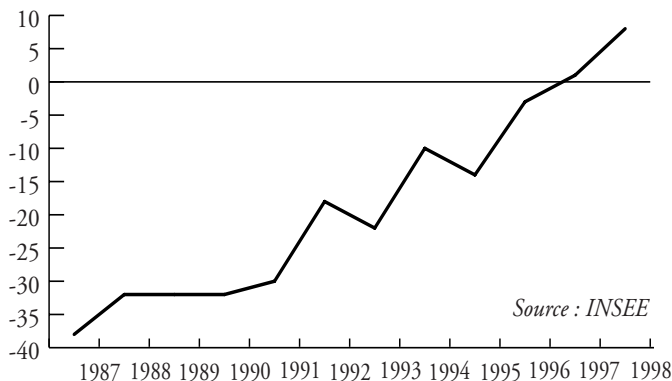


152

La raison du sous-investissement n'est donc pas claire si il ne résulte ni des taux d'intérêt, ni de la demande, ni des profits. Il est possible qu'il résulte simplement de la volonté de réduire l'endettement. La baisse de la demande de crédit ne serait donc pas la conséquence du faible investissement mais sa cause.

Le graphique n° 14 montre en effet que jusqu'en 1996-1997, les entreprises françaises ont jugé que leur endettement limitait l'investissement ; que jusqu'en 1993, l'endettement a été considéré comme vraiment excessif. Il y a donc eu une volonté de désendettement, que nous allons maintenant essayer de comprendre.

Graphique n° 14
Influence du niveau d'endettement sur les investissements des entreprises

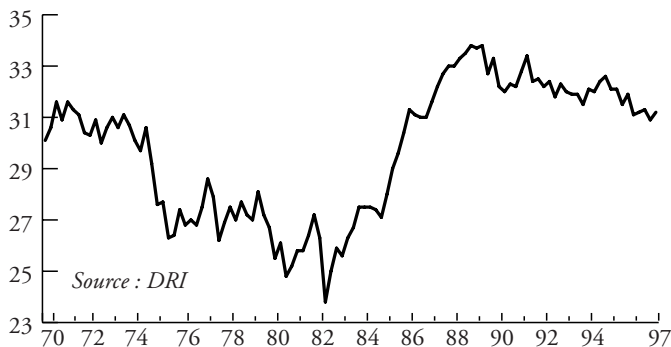


POURQUOI LES ENTREPRISES FRANÇAISES N'UTILISENT-ELLES PAS L'EFFET DE LEVIER ?

La rentabilité des entreprises françaises s'est considérablement améliorée de 1983 à 1989. Le graphique n° 15 montre que le rapport de l'excédent d'exploitation à la valeur ajoutée chute au moment des deux chocs pétroliers, puis des fortes hausses de salaire du début des années 1980, progresse ensuite très violemment pour atteindre en 1988-1989 un niveau supérieur à celui du début des années 1970, décline légèrement par la suite dans les années de croissance ralentie.

153

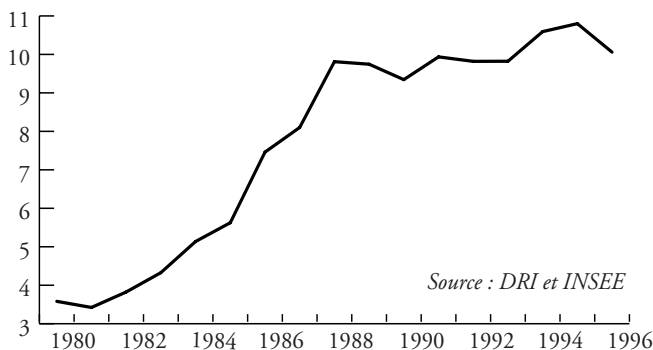
Graphique n° 15
Excédent brut d'exploitation / Valeur ajoutée



Le partage de la valeur ajoutée entre salaires et profits n'a cependant pas de sens en soi, et n'est que le reflet de l'exigence de rentabilité du capital, qui est le critère de gestion effectif des entreprises.

Le graphique n° 16 permet de voir la hausse du ratio profits/capital. D'un niveau extrêmement bas au début des années 1980 (moins de 4 %), il passe à plus de 10 % à partir de 1988. Cependant cette hausse, aussi impressionnante soit-elle, doit être relativisée :

Graphique n° 16
Revenu disponible brut / Capital (profitabilité)



154

- le taux d'intérêt réel à long terme passe de 0 % en 1980 à 7 % en 1987, 5 % en 1996, et la hausse de la rentabilité observée du capital ne fait que dupliquer celle des rendements financiers, sans plus,

- le rendement des fonds propres des entreprises (return on equity) est toujours beaucoup plus faible en France (autour de 9 % pour les sociétés cotées) qu'au Royaume-Uni (15 %) ou aux Etats-Unis (20 %), malgré l'amélioration récente.

Les entreprises françaises doivent donc encore accroître la rentabilité de leurs fonds propres, pour converger vers le standard international, exigé en particulier par les fonds de pension.

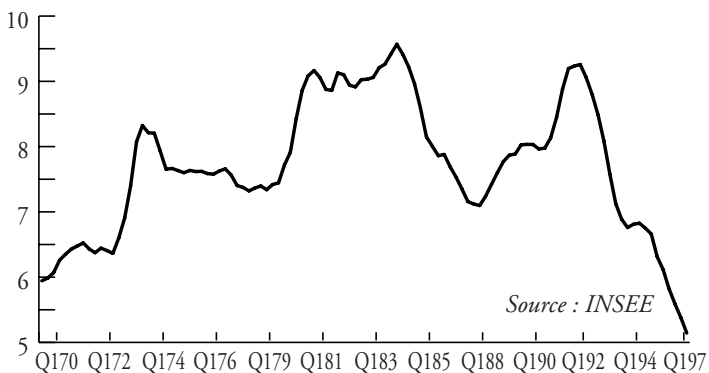
Le tableau n° 2 montre que les non-résidents détiennent maintenant 44 % des actions françaises cotées. Ceci leur donne souvent un poids important et leur permet d'imposer leurs normes de rentabilité, importées du marché américain.

Tableau n° 2
Détention des actions françaises cotées
(enquête : clientèle des principaux établissements dépositaires de titres, Banque de France) (% , septembre 1997)

Ménages	17,4
Sociétés	10,8
Assurances et caisses de retraite	9,0
Non-résidents	43,7
OPCVM	16,1
Autres	3,0

Le coût du capital est donc extrêmement élevé : il ne résulte pas des taux d'intérêt de marché mais de la rentabilité désirée des fonds propres. Le coût de l'endettement est devenu faible, avec la baisse des taux d'intérêt. Le graphique n° 17 montre l'énorme chute des paiements d'intérêts par les entreprises françaises. A la baisse du taux d'endettement, depuis le pic de 1992, s'ajoute la baisse des taux, qui explique une division quasiment par deux des intérêts payés rapportés à la valeur ajoutée. La logique voudrait donc que les entreprises utilisent l'effet de levier (hausse du rapport dette/total de bilan) pour doper le rendement de leurs fonds propres. Elles ne le font manifestement pas.

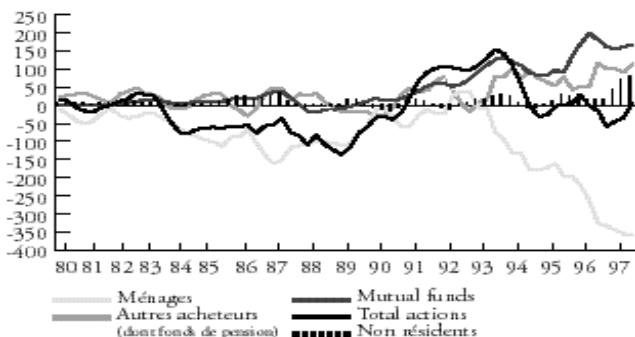
Graphique n° 17
Intérêts nets payés / Valeur ajoutée des sociétés



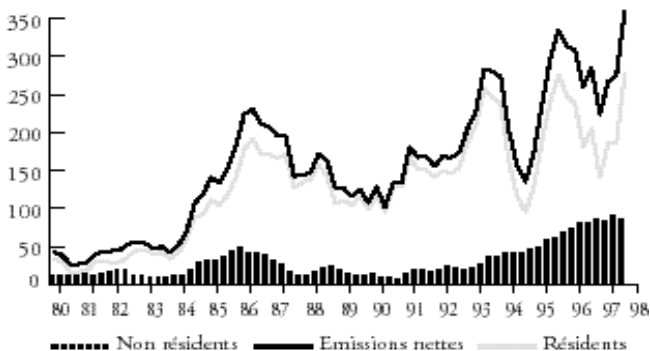
155

Le poids des paiements d'intérêts ne peut pas expliquer cette réticence à utiliser l'effet de levier. Remarquons qu'aux États-Unis, prises dans les mêmes contraintes de rentabilité des fonds propres, les entreprises ont au contraire massivement utilisé l'effet de levier. Le graphique n° 18 montre que, le plus souvent, les émissions nettes d'actions sont négatives, ce qui résulte de ce que les entreprises rachètent leurs propres actions en Bourse. Le graphique 19 montre que, depuis le milieu des années 1980, les émissions obligataires des entreprises ont considérablement augmenté. La réaction des entreprises américaines (utiliser davantage de levier) est donc très différente de celle observée en France. Il est possible que les entreprises françaises aient été « traumatisées » par la très violente montée du nombre de défaillances d'entreprises pendant la récession de 1992-1993 (graphique n° 20). Il est clair qu'un taux d'endettement élevé fragilise lors d'un recul de l'activité : une violente aversion pour le risque de défaillance pourrait expliquer le comportement de demande de crédit des entreprises.

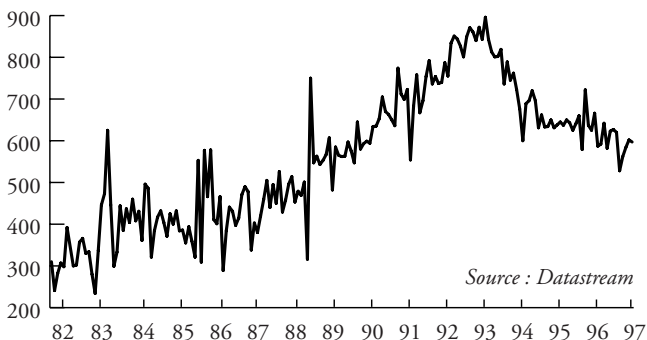
Graphique n° 18
Etats-Unis : flux d'actions
 (milliards de dollars annualisés, lissage sur 4 trimestres)



Graphique n° 19
Etats-Unis flux d'obligations d'entreprises
 (millions de dollars annualisés, lissé sur 4 trimestres)



Graphique n° 20
Défaillances d'entreprises dans l'industrie (mensuel) France



Source : Datastream

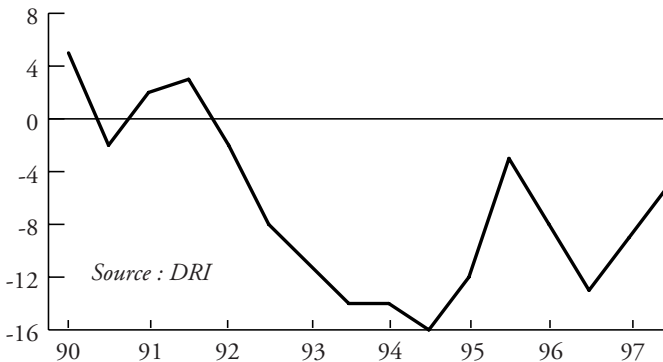
RATIONNEMENT DU CRÉDIT ?

Dans tout ce qui précède, nous avons envisagé que la baisse de l'encours de crédit des entreprises résultait d'un comportement de demande : probablement pour limiter leur sensibilité cyclique, leur risque de faillite, les entreprises françaises souhaitent réduire leur taux d'endettement. Il a toutefois été envisagé que le problème se situe en fait du côté de l'offre : après les difficultés du début des années 1990 (crise immobilière) défaillances de PME..., les banques ne souhaiteraient plus prendre de risque et limiteraient leurs prêts aux entreprises plus petites, aux PME autres que celles en extrêmement bonne santé... Pour examiner s'il peut y avoir un tel problème de rationnement de l'offre de crédit, nous examinons un certain nombre d'enquêtes disponibles par taille d'entreprise.

L'évolution de l'endettement (graphiques n° 21A à 21C) montre qu'une majorité des entreprises industrielles très petites (10 à 100 salariés) et petites (101 à 500 salariés) réduit continûment sa dette depuis le début de 1992 et continue à le faire en 1996-1997, mais nettement moins qu'en 1994. Pour les plus grandes entreprises, le profil est le même à partir de 1994, mais le recul de l'endettement est plus tardif (fin 1993 au lieu du début de 1992).

157

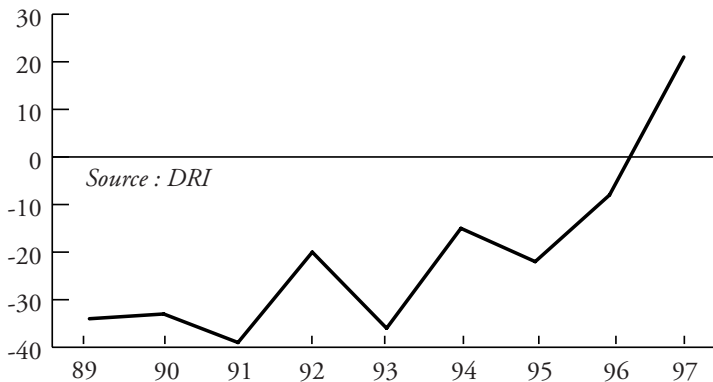
Graphique n° 21 A
Evolution de l'endettement à moyen terme
Ensemble de l'industrie - entreprises de 10 à 100 salariés



Graphique n° 21 B
Evolution de l'endettement à moyen-long terme
Ensemble de l'industrie - entreprises de 101 à 500 salariés



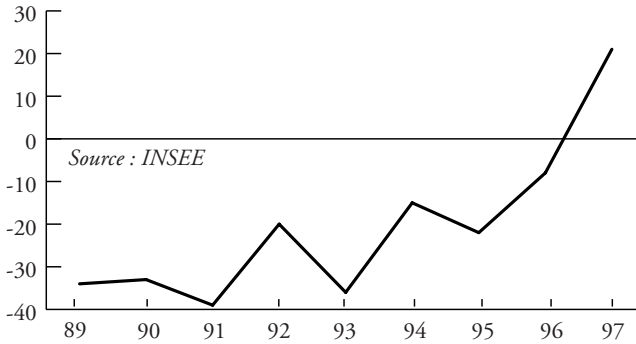
Graphique n° 21 C
Evolution de l'endettement à moyen long terme
Ensemble de l'industrie - Entreprises de plus de 500 salariés



158

L'influence de l'endettement sur l'investissement (graphiques n° 22A à 22C) n'est redevenue positive pour les plus petites entreprises industrielles qu'en 1996 ; jusqu'en 1995, elles jugent que le niveau d'endettement freine l'investissement. Pour les entreprises moyennes, dès 1993 ou 1994, l'endettement a une influence neutre ou même légèrement positive sur l'investissement. Les plus grandes entreprises, comme les plus petites, souhaitent se désendetter jusqu'en 1996. La question sur les conditions de financement (graphiques n° 23A à 23C) montre au contraire que les petites entreprises jugent que ces conditions ont une influence positive sur l'investissement dès 1993, pas les grandes.

Graphique n° 22 A
Evolution de l'endettement sur l'investissement des entreprises de plus de 500 salariés



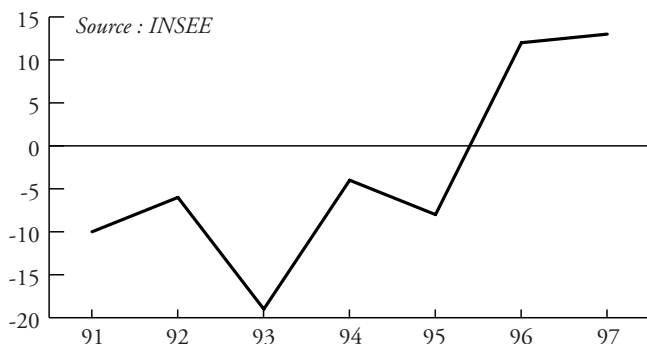
Graphique n° 22 B
Influence de l'endettement sur l'investissement des entreprises de 100 à 500 salariés



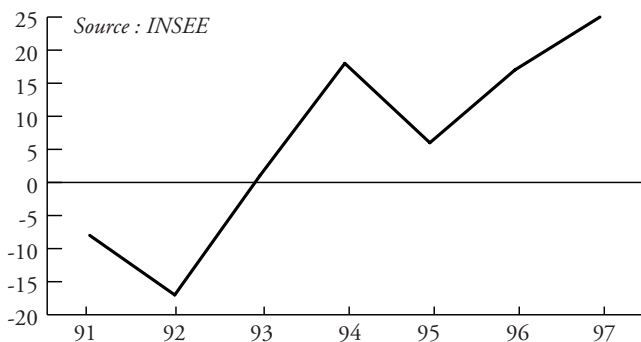
Graphique n° 22 C
Influence de l'endettement sur l'investissement des entreprises de moins de 100 salariés



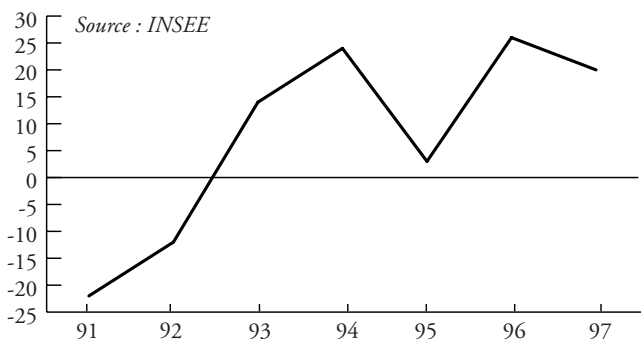
Graphique n° 23 A
Influence des conditions de financement sur l'investissement
des entreprises de plus de 500 salariés



Graphique n° 23 B
Influence des conditions de financement sur l'investissement
des entreprises de 100 à 500 salariés



Graphique n° 23 C
Influence des conditions de financement sur l'investissement
des entreprises de moins de 100 salariés



QUELLES CONCLUSIONS TIRER DE CES ENQUÊTES ?

Les plus petites entreprises se sont désendettées plus longtemps, et ont jugé plus longtemps que les entreprises moyennes que leur niveau d'endettement réduisait leurs possibilités d'investissement. Ceci pousserait à penser que c'est volontairement qu'elles ont diminué leur encours de crédit, donc qu'il s'agit bien d'un mécanisme de demande. Ce sont les plus grandes entreprises qui ont le plus longtemps le jugement le plus négatif sur l'effet des conditions de financement sur l'investissement. On peut donc sans doute exclure que la réduction du taux des petites entreprises soit une exigence de leurs banquiers, une condition préalable à l'obtention de financements nouveaux. Il est donc finalement possible d'exclure un mécanisme de freinage de l'offre de crédit. Il est clair en tout cas que la dette a représenté un problème plus longtemps pour les petites entreprises que pour les grandes, générant une baisse durable de leur demande de crédit.

L'ENDETTLEMENT DES ENTREPRISES VA-T-IL REPARTIR ?

Nous nous sommes demandé pourquoi l'endettement des entreprises avait baissé si fortement dans les années 1990 ; nous avons exclu un certain nombre de raisons : il n'y a pas report vers d'autres formes de financement, par exemple sur les marchés (actions ou obligations) ; le faible niveau de l'investissement n'est pas dû uniquement à des causes cycliques, mais aussi à la baisse du prix relatif des biens d'équipement et à l'utilisation apparemment plus efficace du capital ; le niveau des taux d'intérêt ne décourage plus l'investissement, et devrait pousser les entreprises à utiliser davantage de levier (de crédit) comme aux Etats-Unis.

161

Si la distribution de crédit a été faible malgré, dans la période récente, le faible niveau des taux d'intérêt et le coût très élevé du capital, c'est probablement en raison d'une volonté forte de réduction du taux d'endettement, quels que soient les taux d'intérêt, les taux de rendement ou l'investissement. Jusqu'au milieu des années 1990, les entreprises françaises jugent que l'endettement limite l'investissement. Il semble bien qu'il s'agit là d'un pur mécanisme de demande de crédit (les entreprises souhaitent être moins endettées) et pas d'un comportement d'offre (les banques exigent des emprunteurs qu'ils soient moins endettés). Du côté de la demande a pu intervenir la volonté de réduire le risque de défaillance, dont le pic de 1992-1993 est dû à la très forte montée de l'endettement depuis 1989.

Si le problème est exclusivement du côté de la demande de crédit, il pourrait disparaître : le taux d'endettement a baissé, même s'il est encore assez élevé ; avec la baisse des taux d'intérêt, les paiements d'intérêts sont

à leurs plus bas niveau. L'envie d'utiliser l'effet de levier, avec la baisse des taux et l'exigence élevée de rendement des fonds propres, est normalement forte. Il reste le fait que l'investissement ne redémarre pas beaucoup ; mais même avec un investissement stagnant, la simple stabilisation du taux d'endettement impliquerait un redémarrage du crédit.

Si le problème était du côté de l'offre de crédit bancaire, il risquerait d'être difficile à régler, avec les effets probables de la crise asiatique (puis russe ?) sur les comptes des banques françaises.

Même l'hypothèse favorable où les entreprises décident d'utiliser à nouveau l'effet de levier. Aux Etats-Unis, on l'a vu, elles émettent massivement des obligations. Le tableau ci-dessous montre les flux de financement des entreprises américaines.

Tableau n° 3
Les flux de financement des entreprises américaines

(Flux nets)	1993	1994	1995	1996	1997
Actions	21	- 45	- 58	- 64	- 60
Crédit	- 11	43	63	48	48
Obligations	75	23	73	72	123
Papier commercial	10	21	18	-- 1	15

(Mds \$. Source : Flow of Funds)

On retrouve les rachats d'actions cités plus hauts ; l'accroissement des émissions d'obligations d'entreprises ; par contre, on voit la relative faiblesse de la demande de crédit par rapport aux financements de marché.

Il est possible qu'on ait la même évolution en France : un décollage (enfin) du marché des obligations privées, mais sans accélération visible de la demande de crédit.

NOTES

1. Les émissions d'actions avec appel public à l'épargne sont, par définition, les émissions ayant donné lieu à un visa de la COB, donc, en principe, accessibles pour le public aussi