

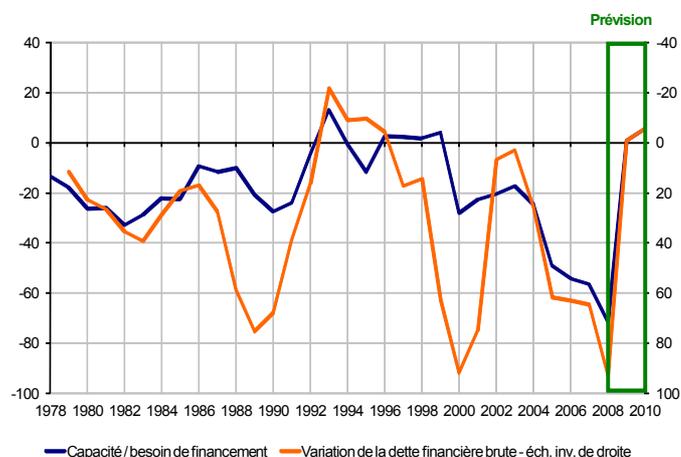
Le désendettement des entreprises françaises : pourquoi et comment ?

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et de la Politique économique et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi.

- La dette des sociétés non financières (SNF) s'est fortement accrue entre 2004 et 2008 (+10 points de leur valeur ajoutée) et a atteint en 2008 121 % de leur valeur ajoutée (1 203 milliards d'euros).
- Cette augmentation de la dette depuis 2004 ne semble pas liée à des acquisitions d'actifs financiers, à la différence de la fin des années 1990. Dans un contexte de relative stabilité du taux de marge et d'une tendance à la hausse des dividendes versés, la progression de l'endettement des entreprises depuis 2004 est surtout le reflet du besoin de financement d'investissements en forte croissance. Entre 2004 et 2008, le besoin de financement est ainsi passé de 2,9 points à 7,2 points de la valeur ajoutée.
- Cet accroissement de la dette a été facilité par des taux d'intérêt faibles qui ont limité la charge financière correspondante (le ratio d'insolvabilité est resté faible). De plus, cette dette est en grande majorité à long terme ce qui restreint le risque d'illiquidité. Cependant, à la suite de la crise financière de 2008, les entreprises pourraient chercher à infléchir leur endettement.
- Deux épisodes de désendettement se sont produits en 1991-1998 et en 2001-2003 qui ont donné lieu à un ralentissement de l'investissement des SNF, des rémunérations versées et, pour la dernière période, à des ventes d'actifs. En 2009 et 2010, selon les prévisions associées au Projet de Loi de Finances 2010, les entreprises renoueraient avec une capacité de financement principalement grâce à la baisse des impôts, dont notamment la réforme de la taxe professionnelle, au déstockage, à la baisse de l'investissement et à une masse salariale contenue, ce qui est susceptible de favoriser ce désendettement.

- La réforme de la taxe professionnelle et les mesures prises en faveur de la trésorerie des entreprises, et des banques en contrepartie de leur engagement sur la dynamique de crédit, contribuent à réduire le risque d'une contraction forcée de la dette nuisible à l'investissement.

Variations de la dette financière brute et besoin de financement des SNF (en milliards d'euros)



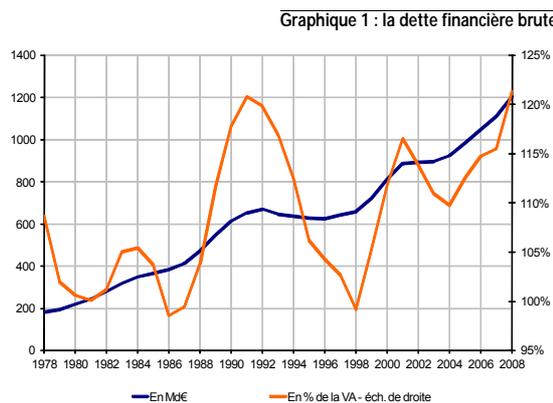
Sources : comptes nationaux, DGTPE

1. Des conditions financières favorables à un financement des investissements par la dette, dans un contexte de hausse des dividendes, ont conduit à une forte hausse de l'endettement depuis 2004

1.1 Une forte hausse de l'endettement depuis 2004

La dette financière brute des sociétés non financières (SNF) atteint, en 2008, 121 % de leur valeur ajoutée (1 203 Md€). Ce montant est largement supérieur à la moyenne de long terme calculée sur la période 1978-2008 (109 % de leur valeur ajoutée) et à la moyenne des dix dernières années (112 % de leur valeur ajoutée). Depuis le point bas de 2004, la dynamique de la dette des SNF a en effet connu un nouveau cycle haussier, classique dans les périodes d'expansion, mais qui a conduit leur endettement (mesuré en points de leur valeur ajoutée) au dessus du pic de 2001 et au niveau du pic de 1991. La dette est ainsi passée d'un niveau de 115 % de la valeur ajoutée en 2007 à 121 % en 2008 (92,4 Md€ soit +5,8 % en points de valeur ajoutée). Cette évolution n'est pas propre à la France, on la retrouve dans certains pays de l'Union européenne comme l'Espagne, l'Italie ou le royaume-Uni. La hausse du taux

d'endettement des SNF sur la période récente a été, en revanche, plus mesurée en Allemagne.



Source : comptes nationaux

Encadré 1 : la mesure de l'endettement des SNF^a

Plusieurs mesures de l'endettement des SNF^b coexistent et toutes ne livrent pas la même image des évolutions de court et moyen termes. La classification de la dette des entreprises s'effectue à partir des comptes nationaux en définissant trois champs potentiellement pertinents concernant les créanciers :

- la dette financière brute qui comptabilise les titres de créance, les obligations et l'ensemble des crédits accordés par le secteur financier. Les dettes entre les entreprises sont exclues ;
- la dette brute consolidée qui correspond à l'ensemble des dettes des entreprises vis-à-vis de tous les autres secteurs institutionnels de la comptabilité nationale ;
- la dette brute non consolidée qui comptabilise l'ensemble des dettes inscrites au passif des entreprises : la dette financière mais aussi les crédits accordés par les autres agents (notamment les dettes auprès d'autres entreprises françaises ou étrangères) ;

Le graphique 2 présente les trois indicateurs de dette rapportés à la valeur ajoutée. Les trois approches s'accordent sur la forte croissance de la dette depuis 2004. Le pic atteint en 2008 est même historique puisqu'il dépasse celui atteint au début des années 1990. L'écart qui se creuse entre la dette financière brute et la dette brute non consolidée illustre notamment la croissance de l'endettement intra-groupe.

Tableau 1 : Les différentes mesures de l'endettement selon la nomenclature des comptes nationaux

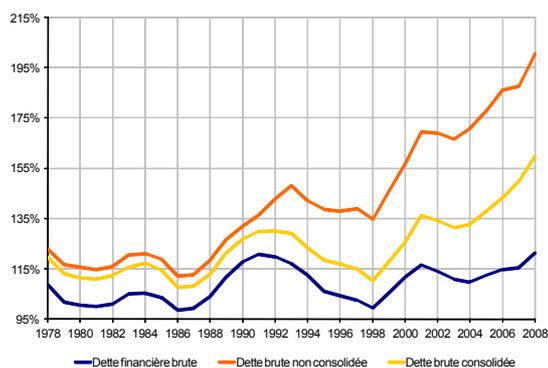
		Poste*
Numéraire et dépôts	A	PF2
Titres de créances négociables et assimilés	B	PF331
Obligations et assimilées (intérêts courus non échus inclus)		PF332
Prêts à court terme des institutions financières	C	PF411
Prêts à long terme des institutions financières		PF421
Dette financière brute	A + B + C	
Emprunts à court terme auprès des agents non financiers (ANF)	D	PF419
Emprunts à long terme auprès des ANF		PF429
Dette brute non consolidée	A + B + C + D	
Prêts à court terme des SNF aux ANF	E	AF419
Prêts à long terme des SNF aux ANF		AF429
Emprunts à court terme du reste du monde auprès des ANF	F	PF419
Emprunts à long terme du reste du monde auprès des ANF		PF429
Dette brute consolidée	A + B + C + D - E + F	

* Il s'agit du poste concerné dans le compte de patrimoine des SNF (et du reste du monde pour la lettre F).

Le concept de dette étudié ici est celui de la dette financière brute. Par rapport à la dette consolidée, on exclut donc les prêts des agents non financiers (État, reste du monde...) aux SNF qui ne sont pas sous forme de titres (obligations, titres de créances...).

- Se reporter à Durant, D. et Girard, E., 2004, « Quels indicateurs pour la dette des entreprises françaises ? », *Bulletin de la Banque de France*, 122, pp. 89-100, pour plus de détails.
- Le secteur des sociétés non financières regroupe les unités institutionnelles résidentes dont la fonction principale est de produire des biens et des services non financiers marchands. Il comprend : les sociétés non financières privées nationales, les sociétés non financières publiques et les sociétés non financières sous contrôle étranger. Les filiales à l'étranger d'entreprises françaises sont exclues.

Graphique 2 : les différents concepts de dette (en % de la VA)



Source : comptes nationaux

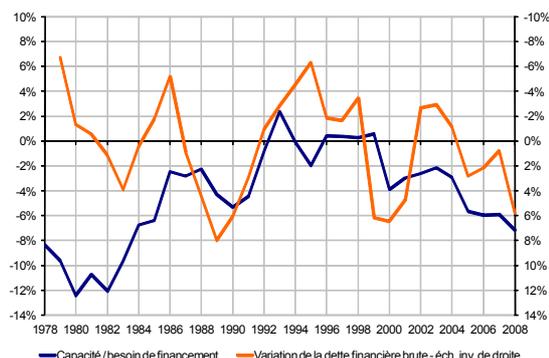
1.2 Cette dynamique de l'endettement s'explique en très grande partie par le besoin de financement, contrairement aux périodes 1986-1993 ou 1998-2000 où les opérations financières dominaient

Comptablement, une augmentation de la dette est le reflet d'un besoin de financement croissant ou la contrepartie d'opérations financières (acquisitions de titres financiers). La capacité de financement est le solde du compte de capital. Ce solde est égal à l'épargne brute¹ augmentée des transferts nets en capital et diminuée des dépenses faites à des fins d'accumulation : FBCF, variation de stocks, acqui-

sitions nettes d'objets de valeur et d'actifs non financiers non produits.

Alors que les précédentes périodes d'endettement reflétaient de manière significative des opérations financières (période de libéralisation financière de 1986 à 1993 ou bulle boursière de 1998 à 2000), l'évolution de l'endettement des SNF depuis 2004 est fortement corrélée à celle de leur capacité de financement (cf. graphique 3). Entre 2004 et 2008, le besoin de financement est passé de -2,9 points de la valeur ajoutée (-24,7 Md€) à -7,2 points (-71,3 Md€). Il a ainsi mécaniquement augmenté la dette des SNF.

Graphique 3 : capacité / besoin de financement et variation de la dette (en % de la VA)



Source : comptes nationaux

Encadré 2 : les clés de passage du solde du compte de capital à la variation de la dette

Par définition, la capacité (+) / le besoin (-) de financement est le solde du compte de capital et ce solde va être la source de flux financiers (à l'actif et au passif) détaillés dans le compte financier. Par définition, la relation entre capacité (+) / besoin (-) de financement et les flux financiers est :

$$(1) FAF = FPF + CF / BF$$

Où FAF , FPF et CF/BF représentent, respectivement, les flux d'actifs financiers, les flux de passif financier et la capacité / le besoin de financement.

Par ailleurs, la variation de la dette financière correspond à la variation de l'encours des éléments la composant. Ainsi :

$$(2) \Delta D_t = EPF_t - EPF_{t-1}$$

Où ΔD et EPF représentent, respectivement, la variation de la dette et l'encours de passif financier.

Afin d'harmoniser l'équation (1), en flux, et l'équation (2), en encours, nous avons la relation suivante :

$$(3) \Delta D_t = FPF_t + CCF_t + REV_t + AJUS_t$$

Où CCF , REV et $AJUS$ correspondent, respectivement, à la consommation de capital fixe (égale à zéro ici), à la réévaluation et aux autres changements de volume et ajustements.

Enfin, étant donné que les données pour les comptes financiers sont issues de la Banque de France alors que celles pour les comptes nationaux sont issues de l'Insee, la réconciliation des deux capacités de financement se fait grâce à un ajustement :

$$(4) CF / BF_{BdF} = CF / BF_{Insee} + AJUST$$

Au final, nous aboutissons à la relation entre capacité de financement (telle que calculée par l'Insee) et la variation de la dette (définie par la variation de la dette financière brute) :

$$(5) \Delta D_t = FAF_t^{total} - FPF_t(autre) - AJUST - CF / BF_{Insee} + REV_t + AJUS_t$$

Où $FPF(autre)$ correspond aux flux de passif financier autres que ceux entrant dans le périmètre de la dette.

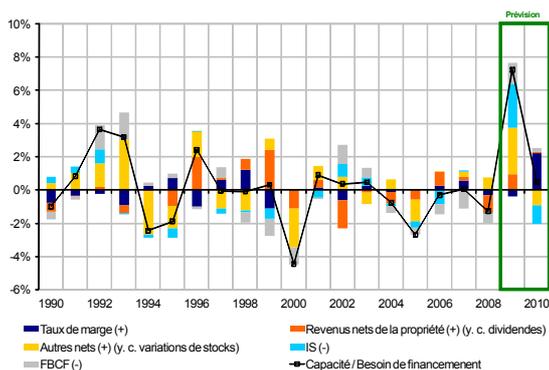
1.3 L'accroissement du besoin de financement depuis 2004 est lié à un investissement dynamique dans un contexte de conditions financières propices à un financement par la dette et de hausse des dividendes

Comptablement, le concept de besoin de financement peut se décomposer d'une autre manière que celle présentée précédemment. Ainsi, la décomposition de la capacité de financement peut se faire en fonction (graphique 4) :

- du taux de marge (effet positif) ;
- des revenus nets de la propriété comprenant notamment les dividendes (effet positif) ;
- de l'impôt sur les sociétés (effet négatif) ;
- de la FBCF (effet négatif) ;
- de *Autres nets* (y compris l'opposé des variations de stocks) (effet négatif).

(1) L'épargne brute peut être considérée comme le profit après impôt, mais avant investissement, de l'entreprise.

Graphique 4 : contribution à la variation de la capacité / besoin de financement (en points de VA)



Sources : comptes nationaux, DGTPE

Entre 2004 et 2008, la dégradation du besoin de financement ne provient pas d'une baisse du taux de marge mais plutôt d'un investissement dynamique dans un contexte de hausse des versements de dividendes. L'accroissement de la dette pourrait correspondre ainsi à une volonté d'investir dans un contexte où les capacités d'autofinancement sont de plus en plus contraintes par des flux croissants de dividendes versés liés aux exigences des actionnaires.

Toutefois, une seconde lecture de cette dynamique conjointe de dette et dividendes est également possible. Dans un contexte de faible coût du capital, les entreprises ont pu être incitées à s'endetter pour investir sans revoir à la baisse le montant des dividendes distribués.

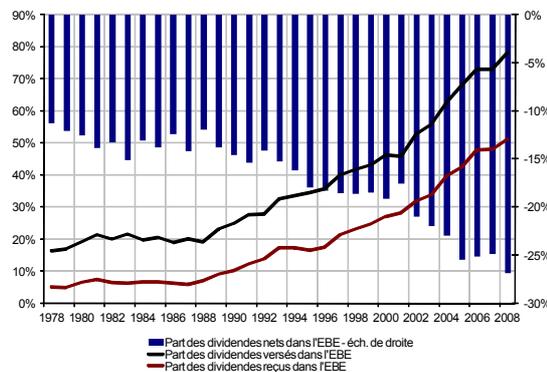
L'endettement des SNF a progressé, dans un contexte d'expansion économique généralisée favorable à leurs investissements notamment depuis 2004². Entre 2004 et 2007, l'investissement des SNF a connu une croissance moyenne de +8,1 % avec notamment +11,5 % en 2007. Après avoir atteint +11,5 % en 2007, la FBCF a ralenti avec une croissance de +5,9 % en 2008 et reculé de -7,4 % en 2009.

Alors que l'investissement était dynamique relativement à la valeur ajoutée, la capacité de financement des entreprises a été réduite du fait notamment d'une hausse des dividendes versés par les entreprises. Cette augmentation a provoqué une forte dégradation des dividendes nets (solde des dividendes reçus moins versés) des SNF, la croissance des dividendes reçus ayant été plus faible sur la période. Ainsi, leur part dans la VA est passé de -3 % au début des années 1980 à presque -9 % en 2008.

L'accroissement des dividendes versés, plus importante que celle des dividendes reçus, est une des caractéristiques majeures des SNF depuis le début des années 2000

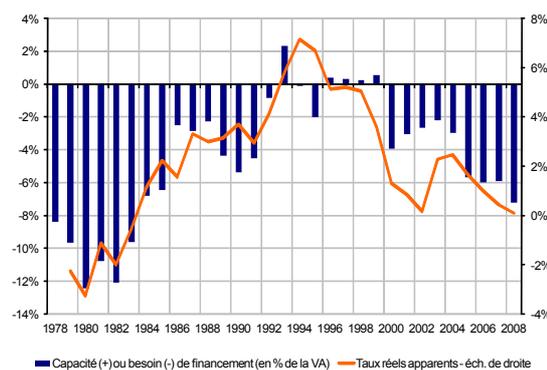
(cf. graphique 5). Leur part dans l'excédent brut d'exploitation (EBE) ne cesse de croître depuis 1993 avec la libéralisation des marchés financiers : elle est passée de 27,9 % en 1992 à 39,9 % en 1997, 46,3 % en 2000 et 78,1 % en 2008. En points de valeur ajoutée, ces proportions sont de, respectivement, 8,8 %, 12,5 %, 14,4 % et 24,4 %. Cet accroissement des dividendes versés par les SNF peut résulter des exigences accrues des actionnaires avec notamment le poids croissant des investisseurs institutionnels (fonds communs de placement, fonds de pension) dont les rendements demandés sont souvent élevés³.

Graphique 5 : dividendes des SNF



Source : comptes nationaux

Graphique 6 : capacité / besoin de financement et taux long réels



Source : comptes nationaux

La combinaison d'un investissement dynamique et de versements de plus en plus importants de dividendes a conduit à un taux d'autofinancement⁴ durablement et largement inférieur à 100 % et le recours à l'endettement, *via* le crédit bancaire a été utilisé pour financer les dépenses d'équipement. Ce recours a été facilité par la faiblesse des taux d'intérêts réels à long terme (cf. graphique 6) et un effet de levier⁵ positif⁶.

- (2) L'investissement des SNF atteignait une croissance de +13,8 % en 1988 avant de connaître une chute à -9,2 % en 1993. Puis, il a crû de +9,7 % en 1998 et +12,1 % en 2000 avant de connaître une nouvelle chute, coïncidant avec la deuxième période de désendettement, à +5,2 % en 2001, -2,7 % en 2002 et +0,0 % en 2003.
- (3) Pour pallier cette exigence de rendement sans accroître fortement les dividendes versés réduisant ainsi la capacité d'autofinancement, les SNF peuvent également avoir recours aux rachats d'actions qui font mécaniquement monter le cours boursier. Toutefois, quantifier ce phénomène est difficile.
- (4) Le taux d'autofinancement est égal au rapport entre l'épargne brute des SNF (leur revenu disponible brut) et leur investissement (la FBCF).
- (5) L'effet de levier est l'incidence favorable de l'endettement financier sur la rentabilité financière de l'entreprise. Cet effet de levier dépend notamment du signe de la rentabilité économique après les charges d'intérêt de l'emprunt. Si la rentabilité économique (c'est-à-dire le résultat d'exploitation par rapport aux capitaux propres et aux dettes financières) est supérieure au coût de la dette, la rentabilité financière augmente fortement même si l'entreprise s'endette juste un peu.
- (6) Pour une analyse détaillée de la rentabilité des SNF ainsi que de l'effet de levier, se reporter à Bataille, E. et Durant, D., 2005, « Mesures de la rentabilité des entreprises », *Bulletin de la Banque de France*, 134, pp. 27-57 ; Durant, D., 2005, « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des comptes nationaux », *Bulletin de la Banque de France*, pp. 53-83 ; Plihon, D., 2002, « Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance », Rapport du Commissariat général du Plan.

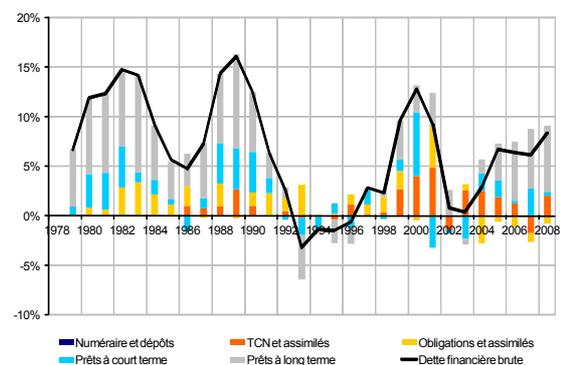
1.4 La part de dette à court terme est faible et le poids des remboursements est resté mesuré mais la crise financière rend probablement nécessaire une inflexion de la dynamique d'endettement

Si la dette des SNF est historiquement élevée, elle ne semble pas peser trop fortement sur la situation financière des entreprises compte tenu de ses caractéristiques :

- Les prêts à long terme représentent toujours une large partie de la dette (57 % en 2008, légèrement inférieure à la moyenne de long terme de 59 %). La part des crédits à court terme dans le total des crédits est stabilisée depuis 2001 (entre 10 % et 15 %) : le risque de liquidité, mesuré par le ratio d'illiquidité qui rapporte la dette de court terme à la dette financière (cf. graphique 8), semble donc aussi relativement limité au niveau agrégé. Le reste des crédits est constitué des titres de créances négociables (TCN) et assimilés qui connaissent une croissance importante depuis la fin des années 1990 (cf. graphique 7 et tableau 2). Cette croissance peut notamment s'expliquer par la volonté pour les SNF de diversifier leurs sources de financement à court terme et par une gestion de trésorerie plus souple et plus attractive financièrement.

- La charge d'intérêt demeure mesurée grâce à la baisse des taux d'intérêt et le risque d'insolvabilité (solde des intérêts reçus et versés rapporté à l'excédent brut d'exploitation) reste faible : depuis 2005, mis à part en 2007, le ratio d'insolvabilité diminue, passant de 10 % à 8 %, il reste inférieur au pic enregistré en 1993 à 21,4 %.

Graphique 7 : contribution à la croissance de l'encours de la dette financière brute



Source : comptes nationaux

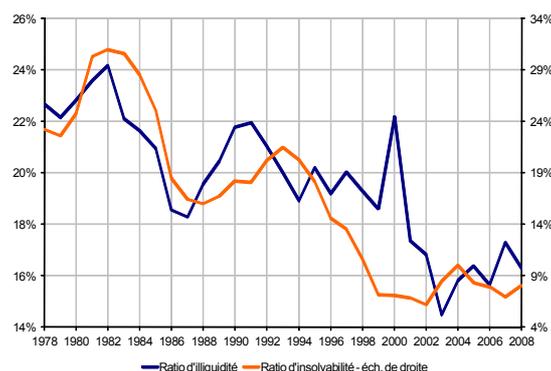
Tableau 2 : principaux éléments financiers et non financiers des SNF^a

	1980	1985	1990	1991	1992	1993	2006	2007	2008
Emploi									
Investissement et variations de stocks	49,0	64,8	117,1	116,6	107,4	87,8	185,6	208,4	214,5
Obligations et OPCVM non monétaires	1,1	2,3	4,2	-0,9	3,4	13,2	19,5	-14,0	-8,2
Actions et autres participations	1,8	4,6	26,2	24,3	30,9	18,3	68,1	87,2	64,6
Ressources									
Épargne	19,3	38,1	82,4	84,9	92,3	83,1	125,9	139,6	130,4
Dette	23,7	11,2	70,2	36,2	17,3	-34,8	72,9	96,7	90,9
TCN et assimilés	0,0	0,5	5,5	0,4	3,4	-1,4	15,6	8,7	21,1
Obligations	2,7	2,8	9,4	11,1	8,7	8,2	-8,0	-3,9	-4,2
Crédits des IF	21,0	7,9	55,3	24,7	5,2	-421,6	65,3	92,0	74,0
Actions et autres participations	6,2	15,1	35,6	36,8	35,4	32,7	81,7	109,5	67,5
Dette financière ^b	100,6 %	103,7 %	117,8 %	120,7 %	119,8 %	117,0 %	114,7 %	115,5 %	121,3 %

a. En milliards d'euros.

b. Concept Banque de France, en % de la valeur ajoutée.

Graphique 8 : ratios des SNF



Source : comptes nationaux

Cependant, la crise financière depuis 2008 n'est pas propice à une dynamique d'endettement :

- la récession s'accompagne classiquement d'une baisse de l'investissement des entreprises, et donc de l'endettement, ainsi que d'un déstockage massif qui contribue à réduire

les crédits de trésorerie. Les dernières enquêtes de la Banque de France font état d'une inflexion dans la chute de la demande de crédit de la part des SNF au 3^{ème} trimestre 2009 mais cette demande reste décroissante ;

- la crise financière a rendu plus difficile le financement des entreprises par les banques avec un resserrement des critères d'octroi, plus faible cependant que ce qui a été observé dans d'autres pays de la zone euro ;
- les primes de risque se sont accrues renchérissant le coût de la dette et réduisant l'effet de levier dans un contexte de rentabilité en baisse, même si le coût du crédit aux entreprises diminue depuis octobre 2008 grâce à la baisse des taux directeurs.

L'ampleur des dettes bancaires des entreprises nécessitera probablement plusieurs années pour qu'elles reviennent à un niveau, en points de valeur ajoutée, rendant possible un nouveau cycle d'accumulation du capital financé par l'endettement. Pour certaines entreprises très endettées, le désendettement peut être un moyen de réduire le risque de faillite.

2. Les processus de désendettement : retour sur les épisodes passés pour éclairer la prévision de la situation financière des entreprises en 2009-2010

2.1 Par le passé, des épisodes de désendettement ont déjà eu lieu, principalement *via* une restauration de la capacité de financement, et accompagnée parfois de ventes d'actifs

Pour réduire leur endettement, les entreprises ne disposent que d'un nombre limité de leviers : la restauration de la capacité de financement (*via* notamment une hausse du taux de marge grâce à un ajustement à la baisse de la masse salariale, une baisse de l'investissement ou encore un déstockage) ou la vente d'actifs (ou l'émission d'actions).

Pour les SNF qui souhaitent se désendetter, le levier de l'investissement est un des plus rapides pour réduire le besoin de financement. En effet, le net ralentissement de l'activité économique incite les entreprises à ralentir voire annuler certains investissements étant donné le manque de débouchés. Historiquement, le déclin de l'investissement ainsi que son redémarrage ont toujours eu lieu avec un certain décalage par rapport à l'activité conformément au principe de l'accélérateur. Ainsi, entre 1991 et 1994, le taux d'investissement des SNF est passé de 21,1 % à 17,8 %. Dans le même temps, la formation brute de capital fixe (FBCF) reculait de 114,1 Md€ à 101,2 Md€ (-11,3 %) permettant le rétablissement du taux d'autofinancement de 74,4 % à 87,3 %. Lors de la deuxième phase de désendettement des SNF, entre 2001 et 2003, le taux d'investissement s'est replié de 19,8 % à 18,2 % (cf. graphique 9). Dans le même temps, la FBCF a reculé de 2,6 % permettant un nouveau rétablissement du taux d'autofinancement à 87,4 % contre 83,7 %.

Parallèlement à la diminution de l'investissement, les variations de stocks ont également permis de diminuer le besoin de financement et donc de participer au désendettement : entre 1991 et 1994, la variation des stocks est passée de 2,5 Md€ à -2,5 Md€. En 2001, la variation de stocks était à +6 Md€, elle est passée à 0,8 Md€ en 2002 et -1,5 Md€ en 2003.

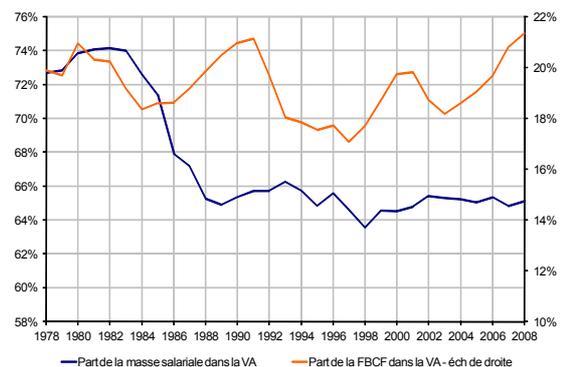
Les entreprises utilisent également leur masse salariale (baisse de l'emploi, décélération des salaires) pour accroître leur taux de marge (qui chute en début de récession) pour conduire leur processus de désendettement.

Alors qu'elle avait accéléré de +1,8 % à +4,8 % entre 1987 et 1990, la masse salariale réelle (déflatée par le prix de VA) a ensuite ralenti pour se contracter de 1,5 % en 1993. Le mouvement fut de moindre ampleur au début des années 2000. La masse salariale réelle, dont la croissance annuelle avait accéléré entre 1997 et 2000 de +2,2 % à +4,3 % passa de +3 % à +1,5 % entre 2001 et 2003. Par son montant, la masse salariale représente le poste de dépense le plus important (65,1 % de la valeur ajoutée en 2008, cf. graphique 9) et elle a donc l'impact le plus important sur la capacité de financement. Toutefois, l'utilisation de la

masse salariale et de l'emploi en général est limitée par : (i) la rigidité à la baisse du salaire et un marché du travail qui s'ajuste plus lentement que l'investissement⁷ ; (ii) le coût économique pour les entreprises des licenciements, avec l'élaboration de plans de sauvegarde de l'emploi (PSE)⁸. Pour autant, les entreprises peuvent jouer sur la marge intensive (baisse des primes, baisse du temps de travail rémunéré *via* de moindres heures supplémentaires ou le recours au chômage partiel) pour réduire la masse salariale.

Enfin, une réduction automatique du besoin de financement se produit dans les périodes de récession *via* une réduction des impôts, que l'État peut accentuer, pour améliorer la situation financière des entreprises.

Graphique 9 : masse salariale et FBCF des SNF



Source : comptes nationaux

Alors que les précédents leviers conduisent à limiter ou réduire l'endettement *via* une réduction du besoin de financement, la réduction de la dette peut aussi passer par des opérations financières comme la vente d'actifs (immobiliers, financiers...) pour financer le remboursement de dettes. Par exemple, à la fin de la bulle boursière des nouvelles technologies, certaines entreprises avaient cédé la plupart des actifs n'étant pas en rapport avec le cœur de leur activité. Mais ces opérations comportent des risques (vente à moindre prix, diminution du collatéral en cas d'emprunt). Lors des deux précédents épisodes de désendettement, les actifs financiers des SNF ont eu tendance à diminuer. Entre 1991 et 1993, les flux d'actifs sont passés de 178,6 Md€ à 154,8 Md€. Cette baisse fut principalement due à la diminution de l'actif non financier. En revanche, entre 2001 et 2003, les flux d'actifs sont passés de 397,8 Md€ à 295,8 Md€ et ce sont, cette fois-ci, les actifs financiers (en particulier les actions et titres d'OPCVM) qui ont le plus contribué à cette réduction.

Par ailleurs, un tel processus peut raviver les craintes d'une menace déflationniste (cf. encadré 3) comme ce fut le cas, notamment, aux États-Unis en 2003.

(7) Voir, par exemple, Cahuc, P. et Zylberberg, A., 2002, *Le marché du travail*, De Boeck ; Blanchard, O. et Cohen, D., 2003, *Protection de l'emploi et procédures de licenciement*, rapport du Conseil d'analyse économique.

(8) Le PSE est obligatoire dans les sociétés employant au moins 50 salariés et lorsque les licenciements envisagés concernent au moins 10 personnes dans une même période de 30 jours. Pour plus de détails, se reporter à Bruggeman, F., Paucard, D., Lapôtre, M. et Thobois, P., 2002, « Plans sociaux et reclassements : quand l'innovation est promue par les représentants des salariés », *DARES*.

Encadré 3 : un modèle théorique de déflation par la dette^a

Le phénomène de déflation a initialement été étudié par Fischer^b. Le surendettement ou un krach boursier conduisent les agents économiques à vendre à moindre prix leurs produits ou leurs actifs. La réduction de la demande de capitaux fait chuter les taux d'intérêts nominaux mais, le plus fréquemment, moins que les prix : les taux d'intérêts réels augmentent, ce qui accentue le surendettement des agents et entretient la baisse des prix des actifs et des produits. La déflation ne permet pas de réunir les sommes suffisantes au remboursement des dettes dont la valeur réelle s'accroît (puisque les prix diminuent). D'où la multiplication des ventes de titres, d'actifs^c.

Considérons une économie où l'endettement est devenu suffisamment important pour que les agents ne souhaitent plus voir augmenter la charge de leur dette. Si cette économie est confrontée à un choc récessif, cette contrainte devient le ressort d'un mécanisme déflationniste. Nous supposons que les agents privés ont accumulé une dette D dont la charge est iD , où i est le taux d'intérêt moyen « apparent » de l'ensemble des emprunts contractés. Rapportée au revenu privé, hors intérêts, R , cette charge a atteint une limite $\bar{\lambda} = iD/R$. Depuis que cette limite a été atteinte, le revenu R croît au taux i . Nous supposons que nous avons dans ce régime stationnaire $DEP=R$, où DEP est la dépense privée, hors paiement d'intérêts. La propension des agents privés à dépenser leur revenu hors intérêts est donc, dans ce régime, égale à 1, la propension à dépenser les revenus d'intérêt est nulle et la dette croît du montant de la charge d'intérêt.

Supposons à présent l'arrivée d'un choc récessif. Soit $g = \Delta R/R$, le taux de croissance du revenu de la période qui suit immédiatement le choc. La valeur de g est désormais inférieure au taux d'intérêt i . La dépense des agents privés est régie par l'égalité comptable $DEP + \Delta DEP = R + \Delta R + ND$ où ND est le montant des dettes nouvelles (au-delà de celles nécessaires pour faire face à la charge d'intérêt). Si ce montant est positif, les agents empruntent et peuvent dépenser plus que leur revenu ; s'il est négatif, ils prélèvent sur leur revenu courant pour rembourser une partie de leur dette et leur propension à dépenser le revenu R devient inférieure à 1. La variation de leur endettement s'écrit donc $\Delta D = ND + iD$. La contrainte pesant sur la charge d'intérêt permet de déterminer ND . On doit en effet avoir $\Delta D = \bar{\lambda}/i \Delta R$ d'où $ND = (\bar{\lambda}/i \Delta R) - iD$. Nous avons donc $\Delta DEP/DEP = g + \bar{\lambda}[g/(i-1)]$. Dans la mesure où i ne peut évoluer que lentement d'une période à l'autre, cette dernière expression peut s'écrire : $\Delta DEP/DEP = g + \bar{\delta}(g-1)$, avec $\bar{\delta} = \bar{\lambda}/i$ ($\bar{\delta}$ est le taux d'endettement limité associé au taux i). L'écart entre g et i joue un rôle critique. Si un choc fait descendre la croissance du revenu nominal sous le taux d'intérêt apparent des dettes accumulées, la croissance de la dépense privée deviendra inférieure à celle du revenu, et ce d'autant plus que le poids de la dette sera élevé. Pour ne pas voir augmenter le poids de la charge de leur dette, les agents privés vont, en effet, prélever une part de leur revenu pour réduire leur endettement. Si rien ne vient contrecarrer cette force déflationniste, le taux de croissance du revenu baissera, période après période, et ce même si le taux initial g était largement positif. L'écart entre g et i donne donc une mesure de l'intensité des pressions qui se formeront dans une économie où les agents privés ont saturé leur contrainte d'endettement.

- Nous reprenons le modèle développé par Brender, A. et Pisani, F., 2003, « Risque de déflation par la dette en Europe et aux États-Unis. Quelques observations », *Revue de l'OFCE*, 86, pp. 32-41.
- Fischer, I., 1933, « A debt-deflation theory of great depressions », *Econometrica*, vol. 1 (14), pp. 337-357.
- Pour plus de détails sur l'étude des mécanismes déflationnistes se reporter à Bernanke, B., 2002, « Deflation - Making sure « it » doesn't happen here », *Remarks before the National Economists Club*, Washington ; Decressin, J. et Douglas L., 2009, « Gauging Risks of Deflation », *IMF Staff Position Note*, 09/01.

2.2 En 2009-2010, une réduction importante du besoin de financement des entreprises est attendue, permettant probablement une nette inflexion de la dynamique d'endettement

En 2009, selon les prévisions associées au Projet de Loi de Finances (PLF) 2010, les SNF n'auraient plus de besoin de financement (elles présenteraient une capacité de financement de +0,7 Md€, soit +0,1 point de la valeur ajoutée). La réduction du besoin de financement serait sans précédent puisqu'elle atteindrait plus de 70 Md€ en une seule année. Cette réduction s'expliquerait de plusieurs manières :

- une chute historique de l'impôt sur les sociétés : -59 % en 2009 par rapport à 2008 suite au très net ralentissement de l'activité économique depuis le deuxième trimestre 2008 ;
- le recul du taux d'investissement suite, majoritairement, à la chute de la FBCF de 212 Md€ à 196 Md€ en 2009 (-7,4 %) ; la deuxième plus forte après celle de 1993 chiffrée à -9,2 % ;
- une augmentation des revenus nets de la propriété, ces derniers passant de -105 Md€ à -94 Md€. Si les revenus reçus et versés ont diminué, la chute des revenus reçus est moins forte que celle des revenus versés. Ceci peut, en partie, s'expliquer par la baisse des taux d'intérêt (notamment à court terme) et au ralentissement attendu des dividendes distribués qui sont la conséquence de profits plus bas pour l'année 2008 ;
- le poste *Autres nets*, y compris les variations de stocks, qui

s'améliore, passant de -20 Md€ en 2008 à +8 Md€ en 2009, en lien avec un mouvement de déstockage massif.

Cette réduction du besoin de financement en 2009 serait par contre freinée par une dégradation cyclique du taux de marge. Le taux de marge (EBÉ/VA) s'établirait à 30,9 % en 2009 (-0,4 % par rapport à 2008). Cette dégradation serait relativement faible (par rapport aux précédentes récessions) et cela proviendrait :

- du profil de l'emploi et du cycle de productivité différents de ceux observés en 1993, avec des destructions d'emplois relativement moins importantes en 2009 notamment grâce à la montée du chômage partiel ;
- du ralentissement du salaire moyen par tête (SMPT) réel en 2009 reflétant notamment le recul des primes et la baisse des heures supplémentaires.

Grâce à la disparition du besoin de financement et sous l'hypothèse d'une variation de la dette égale au besoin de financement (*i.e.* sans opérations financières particulières influençant l'endettement), la dette financière serait quasi stable en niveau. Elle s'établirait à 123 % de la valeur ajoutée en 2009 contre 121 % de la valeur ajoutée en 2008, cette hausse relative étant due à la baisse de la valeur ajoutée des SNF (-1,6 % après +3,1 % en 2008).

Si en 2009 tous les éléments contribuant à une amélioration du besoin de financement (et donc d'une réduction de la dynamique d'endettement) jouaient dans le sens d'une

amélioration (sauf le taux de marge), l'année 2010 verrait plutôt une quasi stabilisation de la capacité de financement : l'amélioration de 2009 liée au déstockage disparaîtrait (et s'inverserait même) et la chute massive de l'impôt sur les sociétés en 2009 serait mécaniquement suivie d'un redressement⁹. Ces éléments négatifs seraient compensés par le redressement du taux de marge (lié à l'ajustement retardé de l'emploi et à une baisse importante des impôts sur la production du fait de la **réforme de la taxe professionnelle**, estimée à 11,7 Md€ en 2010 pour les entreprises, dont 4,3 Md€ permanents selon le Projet de Loi de Finances) et par la poursuite de la baisse de la FBCF (à un rythme plus faible cependant qu'en 2009). Cependant, La cible de taux de marge des SNF est également fonction de paramètres de l'économie susceptibles d'être modifiés par la crise. L'évolution de la masse des salaires dépendra par exemple de celle du pouvoir de négociation des agents et l'ampleur des investissements du degré de concurrence sur le marché des biens.

Sur la base d'une modification marginale de ces paramètres, la capacité de financement s'améliorerait à nouveau en 2010, passant de +0,7 Md€ à +5,3 Md€, et permettrait une poursuite du mouvement de désendettement à un rythme tout de même peu important par rapport aux rythmes de désendettement passés. Il pourrait être plus faible encore si la pente de la courbe des taux augmentait, accentuant la charge d'intérêts supportée par les entreprises. Si les entreprises souhaitaient effectuer le même mouvement de désendettement que celui qui s'est produit en 1993 *via* leur

capacité de financement, il faudrait que celle-là s'accroisse de 20 Md€ entre 2009 et 2010¹⁰. Si cela devait passer uniquement par une réduction drastique de l'investissement, cela représenterait près de dix points d'investissement et cela pourrait conduire à une accentuation (plutôt qu'une réduction) de la baisse de l'investissement. Si cela devait passer par les stocks, cela conduirait à une nouvelle contribution nettement négative des stocks à la croissance.

Une telle amélioration de la capacité de financement pourrait aussi en partie passer par une réduction des dividendes versés par les entreprises qui aurait des répercussions sur le revenu disponible brut des ménages où les dividendes pèsent pour presque 6 % en 2008.

Il apparaît ainsi qu'il est très important d'éviter le risque d'une surréaction des entreprises avec une trop forte réduction du niveau d'endettement souhaité. C'est tout le sens des mesures prises pour soutenir la trésorerie des entreprises (réduction des délais de paiement de l'État, exonérations totales ou partielles de charges pour les nouveaux investissements et de nouvelles embauches et en 2010 la réforme de la taxe professionnelle) et, du côté du secteur financier, pour aider les banques à traverser la crise financière (détente des marchés monétaires *via* l'injection de liquidités par la banque centrale ; mise en place de la SFEF¹¹) en contrepartie d'un engagement à ne pas freiner l'accès au crédit des entreprises.

Cyriac GUILLAUMIN

(9) Mécanisme de recouvrement de l'impôt sur les sociétés par solde et acompte.

(10) Avec ces 20 Md€, la capacité de financement des SNF atteindrait 25,3 Md€ (+2,5 % de la valeur ajoutée) en 2010. La dette financière diminuerait ainsi de 25,3 Md€ en 2010 pour atteindre 1 177,3 Md€ (118,5 % de la valeur ajoutée) après 1 202,6 Md€ (123,1 %) en 2009. Cette réduction s'inscrirait dans la lignée de celle qui avait eu lieu en 1993 puisque la dette financière avait diminué de 21,5 Md€ en 1993, 8,9 Md€ en 1994, 9,4 Md€ en 1995 et 4 Md€ en 1996.

(11) Société de financement de l'économie française.

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
de l'Industrie et de l'Emploi
Direction générale du Trésor
et de la Politique économique

139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Benoît COEURÉ

Rédacteur en chef :

Jean-Paul DEPECKER
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtp.e.fr

Mise en page :

Maryse DOS SANTOS
ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus

■ Décembre 2009

n° 68. Spécialisations à l'exportation de la France et de l'Allemagne : similitude ou divergence ?
Nicole MADARIAGA

n° 67. Mesure des performances économiques et du progrès social : les conclusions de la
Commission Stiglitz-Sen-Fitoussi
Olivier SIMON

Octobre 2009

n° 66. La situation économique mondiale à l'automne 2009
Abdenor BRAHMI, Michaël SICSIC

Septembre 2009

n° 65. Les mutations du marché du travail japonais et ses conséquences sur le modèle de
croissance
Aurélien FORTIN, Michaël SICSIC

http://www.minefe.gouv.fr/directions_services/dgtp/TRESOR_ECO/tresoreco.htm