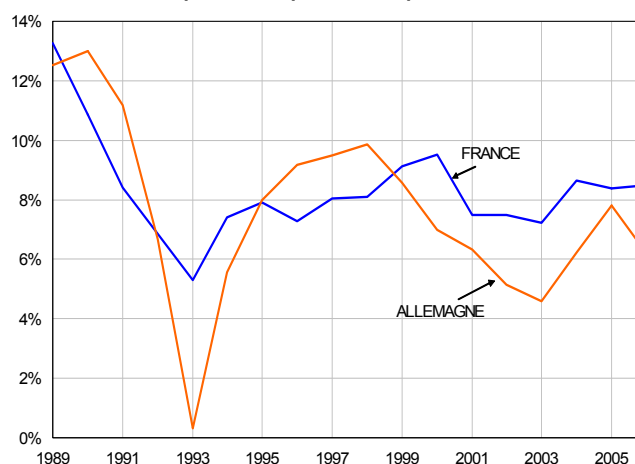


## La rentabilité des entreprises a-t-elle pu justifier le dynamisme de l'investissement ?

- Les entreprises françaises ont fortement investi depuis le creux conjoncturel de 2003, tandis que leur taux de marge restait stable. Ainsi, le taux d'investissement des sociétés non financières a atteint près de 21% en 2007, au même niveau que lors des pics atteints au début des années 1980 et 1990. En Allemagne, en revanche, le taux d'investissement des entreprises a relativement peu progressé depuis le point bas atteint en 2004, en dépit d'une forte augmentation de leur taux de marge.
- Le taux de marge constitue toutefois une mesure relativement restrictive de la profitabilité des entreprises ; l'indicateur de rentabilité représente une mesure plus complète de leurs performances. En effet, la rentabilité (économique et financière) prend aussi en compte la productivité du capital, ainsi que le coût de la dette et la structure financière des entreprises. Elle constitue d'ailleurs la variable clé qui guide les décisions de placements des investisseurs sur les marchés de capitaux.
- Le maintien à haut niveau de la rentabilité des entreprises françaises tout au long des années 1990 et 2000 pourrait justifier leur capacité à attirer les capitaux extérieurs et par là le dynamisme de leur investissement : à partir des comptes nationaux, on établit que la rentabilité économique de l'ensemble des entreprises françaises, hors effet des réévaluations, serait restée stable à haut niveau tout au long des années 1990 et 2000.
- Ce résultat est d'autre part corroboré par les évolutions obtenues à partir des comptes d'entreprises du secteur manufacturier (base de données BACH - Bank for the Accounts of Companies Harmonised - de la Commission Européenne). Sur ce champ, il n'y aurait pas eu de décrochage de la rentabilité des entreprises françaises par rapport à leurs homologues allemandes.

Source : BACH (Commission Européenne).

Rentabilité économique avant impôt des entreprises du secteur manufacturier



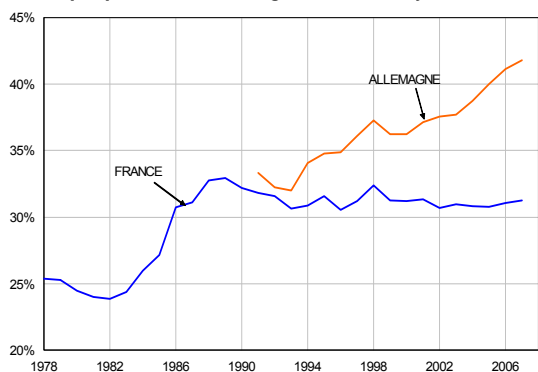
Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et de la Politique économique et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi.

## 1. L'investissement des entreprises françaises a été dynamique au cours du dernier cycle, dans un contexte de stabilité du taux de marge

Le taux de marge mesure le pourcentage de la valeur ajoutée conservée par les entreprises après le versement des coûts salariaux et des impôts liés à la production. C'est une mesure de la rentabilité liée à l'activité d'exploitation des entreprises. **Depuis la fin des années 1990, on constate une quasi-stabilité du taux de marge des SNF (sociétés non financières)<sup>1</sup> françaises, alors qu'il a fortement augmenté en Allemagne** (cf. graphique 1).

Le taux d'épargne mesure le pourcentage de la valeur ajoutée conservée par les entreprises après le versement des coûts salariaux et des impôts liés à la production, mais aussi le paiement des charges financières sur les emprunts, des dividendes et de l'impôt sur les sociétés. Il représente la partie des bénéfices après impôts qui n'est pas distribuée aux actionnaires et qui permet notamment le financement des investissements et de l'amortissement. En France, le taux d'épargne des entreprises a baissé de façon marquée, à la fois sous l'effet de la progression de la charge de la dette et du poids des dividendes distribués surtout depuis 2003. En Allemagne, en revanche, il a fortement progressé.

Graphique 1 : taux de marge (EBE/valeur ajoutée) des SNF

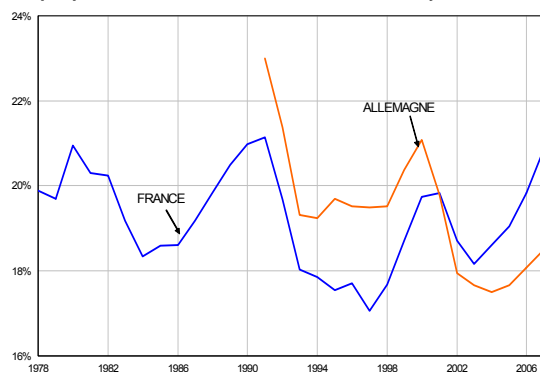


Source : INSEE, Eurostat

**La stabilité du taux de marge des entreprises françaises et la baisse de leur taux d'épargne ne semblent toutefois pas avoir contraint leurs dépenses d'investissement.** En effet, depuis le creux de 2003, celles-ci ont été dynamiques, portant le taux d'investissement des SNF françaises en valeur à un niveau historiquement élevé en 2007, largement au-dessus du

pic du début des années 2000, et au même niveau que ceux atteints au début des années 1980 et 1990 (cf. graphique 2). *A contrario*, le taux d'investissement des SNF allemandes a plutôt stagné à un niveau proche du point bas de 2004.

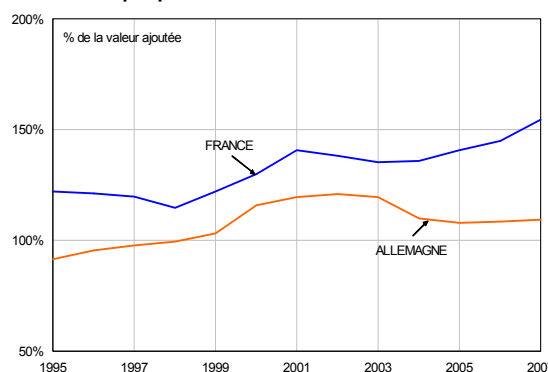
Graphique 2 : taux d'investissement (FBCF/valeur ajoutée) des SNF



Source : INSEE, Eurostat, DESTATIS

**La rentabilité des entreprises françaises peut-elle justifier leur capacité à attirer des capitaux extérieurs et par là le dynamisme de leurs dépenses d'investissement ?** Avec un besoin de financement, différence entre l'épargne et l'investissement (à laquelle on rajoute d'autres transferts nets en capital), qui s'est creusé à 8,2 points de leur valeur ajoutée en 2007, les entreprises françaises ont fortement fait appel aux capitaux externes pour financer leur activité<sup>2</sup>, à la fois *via* l'endettement et *via* les fonds propres. Ainsi, leur taux d'endettement a atteint un niveau historiquement élevé en 2007 (cf. graphique 3).

Graphique 3 : taux d'endettement consolidé des SNF



Source : Eurostat

(1) On utilisera indifféremment les termes SNF et entreprises sauf mention particulière.

(2) Non seulement, elles ont fortement investi, mais elles ont également procédé à d'importantes distributions de dividendes dans un contexte de montée en puissance des *Leveraged Buy-Out* (LBO) (voir notamment INSEE (2008) : « La situation financière des entreprises : vue d'ensemble et situation relative des PME », dans *l'Économie française, comptes et dossier*, INSEE - références).

Or, dans une économie de marché, l'allocation des capitaux est guidée par les opportunités d'enrichissement. Il est donc possible que la *rentabilité* des entreprises, indicateur plus complet de l'efficacité du processus de production que le *taux de marge*, dans la mesure où elle intègre également la productivité du capital, et pour la rentabilité financière, le coût de la dette et la structure financière des entreprises, soit restée à haut niveau. D'ailleurs, la rentabilité est l'indicateur phare suivi par les analystes financiers et les investisseurs sur les marchés de

capitaux<sup>3</sup>. Enfin, cette variable figure parmi les déterminants théoriques traditionnels de l'investissement (à côté des débouchés).

**Une évaluation de la rentabilité des entreprises françaises par rapport à leurs consoeurs allemandes est proposée ici** : dans un premier temps, à partir des comptes nationaux, et dans un second temps, à partir des comptes d'entreprises sur le champ manufacturier.

### Encadré 1 : Les mesures usuelles de la rentabilité à partir des comptes nationaux

**La rentabilité économique mesure le revenu créé par les entreprises à partir de leur capital d'exploitation.** Elle tient ainsi compte de l'ensemble des ressources mobilisées par les entreprises (capital mis à disposition par les actionnaires, dettes à l'égard des banques et éventuellement des fournisseurs). Plus précisément, la rentabilité économique se définit usuellement comme le rapport entre l'excédent d'exploitation net de la consommation de capital fixe (CCF) et les capitaux engagés constitués par l'ensemble des actifs non financiers (1). Elle peut également se décomposer comme le produit du taux de marge (net) et de la productivité apparente du capital (2).

$$(1) \text{ Rentabilité économique avant impôt : } RE^{AI} = \frac{ENE}{CE}$$

$$(2) RE^{AI} = \frac{ENE}{VAN} \cdot \frac{VAN}{CE} = tm \cdot pK$$

*ENE* représente l'excédent d'exploitation net de la consommation de capital fixe, *CE* les capitaux engagés comprenant les actifs non financiers (fixes dont notamment logements, autres bâtiments et génie civil, machines et équipements et logiciels, terrains ; stocks ; brevets et fonds commerciaux), *VAN* la valeur ajoutée nette de la CCF, *tm* le taux de marge (net) et *pK* la productivité apparente du capital.

**La rentabilité financière mesure le revenu créé par les entreprises à partir de leurs seuls fonds propres.** Elle se concentre sur la rentabilité du seul capital apporté par les actionnaires. Formellement, elle rapporte l'excédent d'exploitation net de la CCF, des intérêts versés et des impôts, aux fonds propres (3). Elle peut aussi s'écrire comme la somme de la rentabilité économique et d'un terme appelé effet de levier, qui correspond au produit du levier (dette sur fonds propres) et de l'écart entre rentabilité économique et coût de la dette (4). Ainsi, lorsque la rentabilité économique est supérieure au coût de la dette, alors la rentabilité financière devient supérieure à la rentabilité économique, le surplus de revenu généré revenant alors aux seuls actionnaires. L'écart entre rentabilité financière et rentabilité économique est d'autant plus élevé que l'apport en fonds propres est limité. Inversement, en période de hausse des taux d'intérêt, l'effet de levier se transforme en « effet de massue » la rentabilité financière devenant inférieure à la rentabilité économique.

$$(3) \text{ Rentabilité financière après impôt : } RF = \frac{ENE - I - T}{FPN}$$

$$(4) \text{ Formule de l'effet de levier : } RF = RE + (RE - i) \cdot \frac{DN}{FPN}$$

*I* représente les intérêts nets versés, *T* les impôts courants, *FPN* les fonds propres nets constitués des actions et titres d'OPCVM nets, des provisions techniques d'assurance nettes et de la valeur nette (qui correspond en flux au besoin de financement), *RE* la rentabilité économique après impôt, *i* le taux d'intérêt nominal apparent, et *DN* la dette nette constituée des numéraire et dépôts nets, des titres hors actions nets, des crédits nets et des crédits commerciaux nets.

## 2. La rentabilité des entreprises françaises mesurée à partir des comptes nationaux : un diagnostic favorable lorsque l'on s'abstrait de l'effet des réévaluations

### 2.1 La rentabilité des entreprises françaises aurait reculé depuis 1998 et aurait été dépassée par celle des entreprises allemandes depuis le tournant des années 2000

La rentabilité économique des entreprises françaises aurait été stable à haut niveau au cours des années 1990 (cf. encadré 1 et graphique 4). Après avoir enregistré une hausse marquée au cours des années 1980, alimentée par une progression soutenue du taux de marge (contre-choc pétrolier, modération salariale,

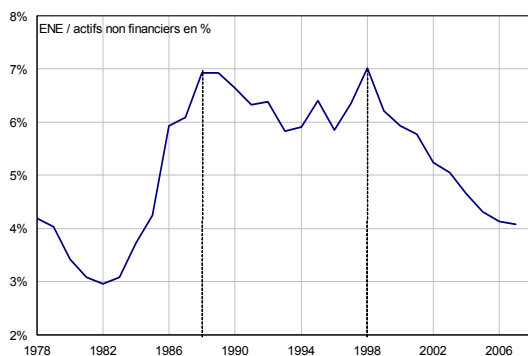
cf. graphique 5), la rentabilité économique se serait stabilisée, durant les années 1990, autour de 6-7%. Cette relative stabilité résulterait à la fois de celle du taux de marge et de la productivité apparente du capital.

Toutefois, depuis le pic de 1998, la rentabilité économique des entreprises françaises se serait dégradée<sup>4</sup>. La rentabilité économique a ainsi nettement diminué (de 3 points) sous les effets conjugués de la forte chute de la productivité apparente du capital (contribution à hauteur de -2 points), et plus marginalement de

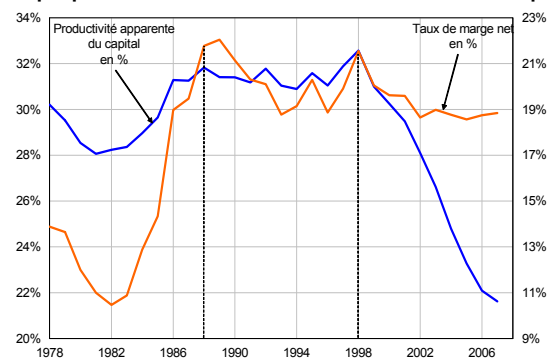
(3) *Return on Equity* (ROE), ou *Return on Capital Employed* (ROCE).

l'érosion du taux de marge (contribution à hauteur de -1 point). La diminution de la productivité apparente du capital est elle-même liée à la croissance vigoureuse de la valeur des actifs non financiers, sous l'effet d'importantes réévaluations positives<sup>5</sup> en particuliers des terrains et dans une moindre mesure des logements et autres bâtiments (cf. graphique 6).

Graphique 4 : rentabilité économique des SNF en France



Graphique 5 : facteurs d'évolution de la rentabilité économique

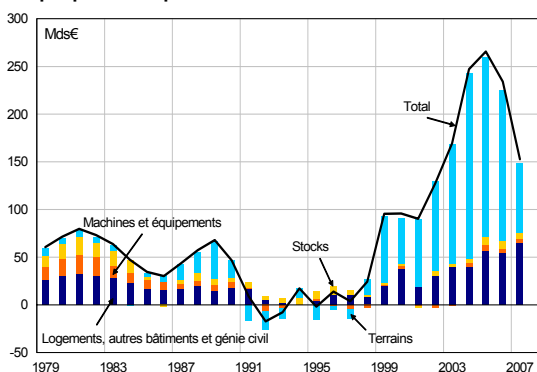


Source : INSEE, calculs DGTPE

Dans son sillage, la rentabilité financière des SNF françaises aurait reculé depuis la fin des années 1990. Les actionnaires auraient certes bénéficié d'un (léger) effet de levier positif entre 1996 et 2006 (de 0,3% en moyenne avec un pic à 0,7% en 2002, cf. graphique 7), sous l'effet de la tendance baissière des taux d'intérêt<sup>6</sup>. La rentabilité financière aurait donc dépassé la rentabilité économique sur cette période. Néanmoins, la rentabilité financière se serait inscrite en baisse depuis 1998 dans le sillage de la rentabilité économique ; en 2007, elle lui

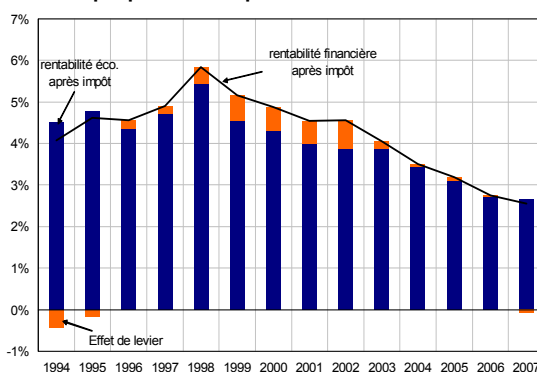
serait même devenue légèrement inférieure sous l'effet du resserrement des conditions monétaires.

Graphique 6 : composition des réévaluations sur actifs financiers



Source : INSEE

Graphique 7 : décomposition de la rentabilité financière



Source : INSEE

En comparaison internationale, la rentabilité économique des entreprises françaises aurait été rattrapée et même dépassée par celle de leurs consoeurs allemandes au tournant des années 2000<sup>7</sup>. Ainsi, si la rentabilité économique des SNF allemandes aurait été proche de celle des entreprises françaises à la fin des années 1990, elle l'aurait dépassée d'environ 5 points en 2007 (cf. graphique 8)<sup>8</sup>. Cet écart ressort néanmoins moins marqué que celui observé pour le taux de marge (cf. graphique 1), dans la mesure où la productivité du capital des SNF allemandes, bien que légèrement haussière depuis le milieu des années 1990, serait demeurée inférieure sur la période sous examen à celle des SNF françaises.

- (4) Sur l'ensemble de la période 1978-2007, la rentabilité économique avant impôt des SNF françaises s'est élevée à 5,2% en moyenne, soit un niveau proche de celui mesuré par Plihon (2002) : « Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance », *Rapport du CGP*) et Picart (2004) : « Évaluer la rentabilité des sociétés non financières », *Economie et Statistiques*, no. 372) sur le même champ.
- (5) En comptabilité nationale, le capital est évalué à sa valeur de marché. Les réévaluations correspondent ainsi à la variation de la valeur de marché entre deux dates. Depuis 1999, elles ont représenté en moyenne 70% des variations de la valeur des actifs non financiers.
- (6) Néanmoins, même si comme on l'a vu le ratio dette sur valeur ajoutée des entreprises a fortement cru depuis 2003-2004, le levier, rapport de la dette aux fonds propres, a connu une tendance baissière sur la période sous examen du fait de la vive progression de la valeur des fonds propres, venant mécaniquement réduire l'effet de levier et donc la rentabilité financière.
- (7) L'Allemagne ne disposant pas de comptes de patrimoine (non financiers), ces évaluations s'appuient sur une estimation du stock de capital en volume des SNF allemandes en cumulant les flux de FBCF nets de la CCF.
- (8) Voir également Espinoza A. (2006) : « La compétitivité de l'économie allemande », *DPAE*, no. 104, mars.

## Encadré 2 : Des mesures alternatives de la rentabilité à partir des comptes nationaux

- La mesure à l'aide du stock de capital hors réévaluations.

Le stock de capital hors réévaluations (dit en « pseudo-valeur ») d'une année donnée ( $t$ ) est calculé en appliquant au stock de capital hors réévaluations de l'année précédente ( $t-1$ ) le taux de croissance entre le stock de capital hors réévaluations de l'année donnée ( $t$ ) et le stock de capital usuel en valeur de l'année précédente ( $t-1$ ). Par itération successive, on en déduit la formule suivante :

$$(5) CE_t^{pval} = CE_{t-1}^{pval} + \frac{CE_{t-1}^{pval}}{CE_{t-1}^{val}} \cdot (\text{flux}_t + \text{acvaj}_t - \text{ccf}_t)$$

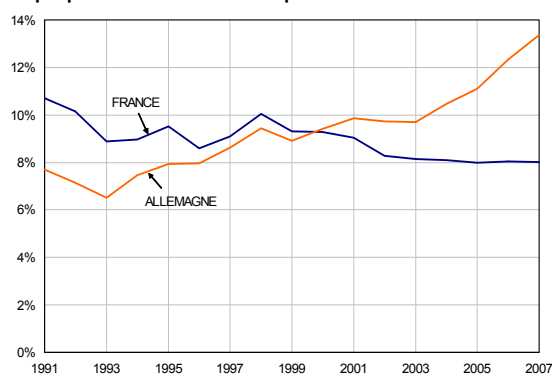
où  $CE_t^{pval(val)}$  représente le capital engagé à la date  $t$  (fin de période) en pseudo-valeur (respectivement, en valeur),  $\text{flux}_t$  le flux d'investissements nouveaux en valeur à la date  $t$ ,  $\text{acvaj}_t$  les autres changements de volume et ajustements à la date  $t$  et  $\text{ccf}_t$  la consommation de capital fixe en valeur à la date  $t$ .

- La mesure y compris réévaluations au sein des profits.

$$(6) \text{Rentabilité économique avant impôt y compris réévaluations au sein des profits} : RE_t^{AI} = \frac{ENE + \text{réevals}}{CE}$$

où *réevals* représente les réévaluations non financières.

Graphique 8 : rentabilité économique sur actifs non financiers fixes<sup>9</sup>



Source : INSEE, Eurostat, calculs DGTPE

### 2.2 Néanmoins corrigée de l'effet des réévaluations, la rentabilité économique des entreprises françaises aurait en fait été stable à haut niveau au cours des années 1990 et 2000

Les réévaluations constituent un poste difficile à mesurer et son interprétation économique sur l'évolution de la rentabilité pose problème. Ainsi, on a vu dans la section précédente que la forte hausse des prix de l'immobilier en France (bâti et surtout foncier) depuis la fin des années 1990 s'était traduite mécaniquement par un affaiblissement de la rentabilité des entreprises. Réciproquement, la normalisation en cours des prix de l'immobilier devrait donc venir augmenter la rentabilité des entreprises en 2008. En d'autres termes, avec la mesure usuelle de la rentabilité présentée, les entreprises françaises seraient, toutes choses égales par ailleurs, plus rentables d'un point de vue comptable par

suite de la diminution de la valeur de leurs actifs immobiliers.

Outre ces difficultés d'interprétation, la mesure même des réévaluations s'avère fragile. Celle-ci repose en effet sur des estimations, les prix n'étant pas directement observables pour un certain nombre d'actifs (c'est le cas en particulier des actifs non financiers fixes non neufs<sup>10</sup>).

### Deux mesures alternatives de la rentabilité économique ont été réalisées pour tenter de pallier à ce problème lié à la réévaluation.

Dans un premier temps, on a calculé une rentabilité économique corrigée de l'effet des réévaluations ; celle-ci aurait en fait été stable à haut niveau pour les entreprises françaises au cours des années 1990 et 2000. Mesurée sur un stock de capital hors réévaluations<sup>11</sup>, la rentabilité économique des entreprises françaises aurait fortement augmenté au cours des années 1980 pour se stabiliser à un niveau élevé dans les années 1990 (cf. graphique 9). Depuis 1998, alors que l'indicateur usuel présenté dans la section précédente a connu une dégradation de 3 points, cet indicateur corrigé aurait encore légèrement augmenté (+1½ point notamment entre 2002 et 2006).

Dans un second temps, on a procédé à une mesure à l'aide d'un indicateur de profit élargi aux réévaluations, proche de la pratique des comptes d'entreprises (cf. ci-après) comme le fait l'OFCE (2007)<sup>12</sup> ; la rentabilité économique aurait connu une phase d'améliora-

(9) Seul champ sur lequel on peut calculer la rentabilité en Allemagne, compte tenu des contraintes statistiques.

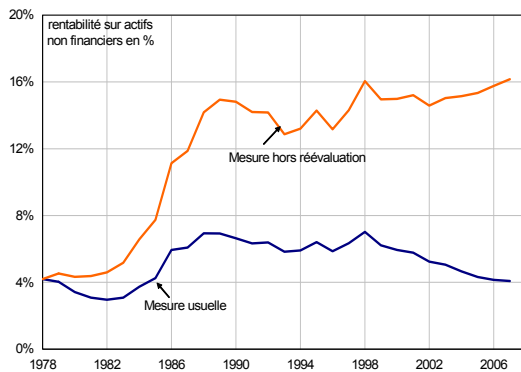
(10) Voir INSEE (2008) : « Les comptes de patrimoine et de variations de patrimoine », *Note de base*, no. 10, janvier.

(11) Le stock de capital hors réévaluations construit croît uniquement à hauteur des flux nets de la consommation de capital fixe qui viennent l'abonder chaque année.



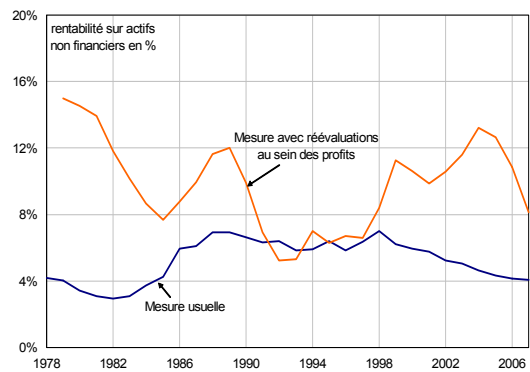
tion marquée entre le point bas de 1993 et 2004, suivie d'une période de recul jusqu'en 2007 (cf. graphique 10). A cette date, elle serait revenue à son niveau de 1998.

**Graphique 9 : rentabilité économique en valeur, France**



Source : INSEE

**Graphique 10 : rentabilité économique en valeur, France**



Source : INSEE

### 3. La rentabilité des entreprises manufacturières françaises mesurée à partir des comptes d'entreprises : une relative stabilité à haut niveau en particulier par rapport à l'Allemagne

#### 3.1 Une évaluation peu aisément comparable avec celle à partir des comptes nationaux

**Entre la comptabilité nationale et la comptabilité privée, les objets et les conventions diffèrent.** Alors que la comptabilité nationale vise à fournir une évaluation d'ensemble cohérente de l'économie nationale (et sert donc logiquement d'assise aux études macroéconomiques), l'objet des comptes privés est d'offrir un outil d'analyse financière des résultats des choix stratégiques des entreprises. Les conventions régissant ces deux sources comptables, qui divergent donc logiquement, s'écartent en trois points principaux.

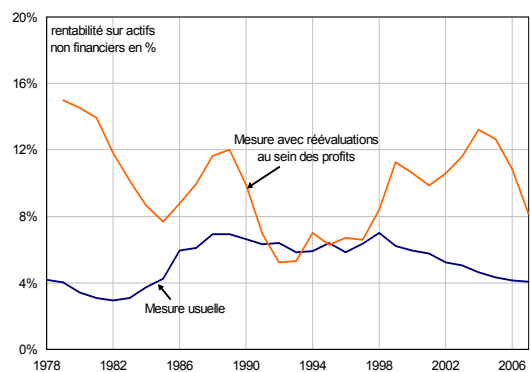
(i) La valorisation du stock de capital est différente dans les deux bases. Ainsi, alors qu'en comptabilité nationale, celui-ci est évalué à sa valeur de marché, en comptabilité privée<sup>13</sup>, il est valorisé à son coût historique (*i.e.* à sa valeur d'entrée dans le bilan des entreprises).

(ii) Le calcul des amortissements diffère également. En comptabilité nationale, les amortissements appelés consommation de capital fixe font l'objet d'une estimation selon un principe d'amortissement linéaire. En comptabilité privée en revanche, les amortissements, qui sont ceux effectivement inscrits dans les comptes des entreprises, sont réalisés selon un principe d'optimisation fiscale.

(iii) Enfin, la définition des profits n'est pas la même dans les deux bases. Alors qu'en comptabilité nationale, l'EBE ou l'épargne ne prennent pas en compte les réévaluations

(inscrites dans les comptes de patrimoine), dans les comptes d'entreprises, le résultat d'exploitation ou le résultat net s'entendent nets des dotations et reprises pour risque et charges (qui sont à rapprocher aux réévaluations des comptes nationaux<sup>14</sup>).

**Graphique 11 : rentabilité économique en valeur, France**



Source : INSEE

#### 3.2 La rentabilité des entreprises françaises du secteur manufacturier serait relativement proche de celle de leurs homologues allemandes

**Les rentabilités économiques des entreprises du secteur manufacturier en France et en Allemagne seraient relativement proches. Depuis 1999 toutefois, la rentabilité économique des entreprises**

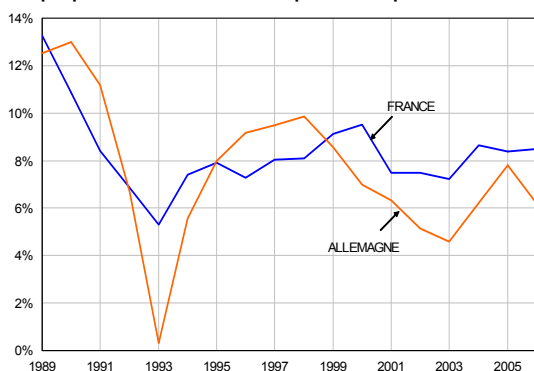
(12) OFCE (2007) : « France, relance isolée, perspectives pour l'économie française 2007-2008 », *présentation (et lettre de l'OFCE, no. 290), octobre.*

(13) Du moins s'agissant des comptes sociaux non consolidés régis par le droit comptable français.

(14) Néanmoins, ils ne sont pas strictement comparables. Dans les comptes privés, seuls les gains réalisés sont inscrits dans le compte de résultat, tandis que les pertes sont provisionnées dès lors qu'elles sont probables. En revanche, dans les comptes nationaux, réévaluations positives et négatives sont traitées symétriquement.

françaises du secteur manufacturier aurait dépassé celle de leurs homologues allemandes. En 2006, la rentabilité économique (avant impôt) des entreprises du secteur manufacturier a atteint 8,3% en moyenne en France contre 7,6% en Allemagne (cf. graphique 12).

Graphique 12 : rentabilité économique avant impôt (secteur manuf.)



Source : BACH (Commission Européenne)

Si entre 1989 et 1998, ces ratios ont connu des évolutions relativement comparables dans les deux pays, depuis lors toutefois, leur profil a quelque peu divergé. En France, la rentabilité économique des entreprises manufacturières ressort plutôt stable entre 1998 et 2006 autour de 8% ; en Allemagne, en revanche, elle a connu un recul marqué sur cette période (près de -4 points). La divergence d'évolution des ratios de rentabilité calculés depuis la fin des années 1990 est expliquée par celle de la productivité apparente du capital : alors que celle-ci aurait faiblement baissé en France, elle aurait nettement reculé en Allemagne. Il est néanmoins probable que cette baisse soit en partie artificielle. Celle-ci est en effet expliquée pour une large part par la progression marquée du poste de dette « groupes et associés » (au numérateur du ratio de rentabilité), conséquence de l'éclatement de certaines entités en Allemagne à la fin des années 1990, ayant fait croître les participations interentreprises<sup>15</sup>.

### Encadré 3 : Les mesures de la rentabilité à partir des comptes d'entreprises

Les évaluations présentées dans cette section sont réalisées à partir de la base de données d'entreprises BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised) de la Commission Européenne. Cette base agrège et harmonise les comptes sociaux (*non consolidés*) des entreprises de onze pays de l'Union Européenne par secteur d'activité sur la période 1989-2006. Le secteur manufacturier a été ici retenu en raison de son degré élevé de représentativité ; en effet, les échantillons sont plus faibles pour les secteurs des services en particulier en Allemagne. Pour la France, les données de BACH sont issues de la base Fiben de la Banque de France qui inclut les données d'entreprises françaises ou de filiales d'entreprises étrangères opérant sur le sol français.

Les rentabilités économique et financière se définissent ici comme suit :

$$(7) \text{ Rentabilité économique avant impôt : } ROCE^{AI} = \frac{RNE}{CE}$$

où *RNE* représente le résultat d'exploitation net des dotations / reprises d'exploitation aux amortissements et aux provisions pour risque et charges et *CE* les capitaux engagés comprenant les dettes nettes et les capitaux propres (comptablement, ils correspondent grosso modo à la somme des immobilisations, des stocks et des créances commerciales). **Idéalement, les dettes nettes devraient être restreintes aux dettes financières nettes ; toutefois, dans BACH, ces dernières ne sont pas isolées pour l'Allemagne.**

$$(8) \text{ Rentabilité financière après impôt : } ROE = \frac{(RNE - CFN) \cdot (1 - \tau)}{CP}$$

où *CFN* représente les charges financières nettes,  $\tau$  le taux d'imposition apparent et *CP* les capitaux propres. Le numérateur correspond au résultat net au résultat exceptionnel près.

Plusieurs facteurs limitent la comparabilité entre l'évaluation de la rentabilité proposée à partir de ces données d'entreprises par rapport à celle s'appuyant sur les comptes nationaux. Le champ du capital n'est pas strictement comparable (actifs non financiers dans la section 2.1 versus actifs non financiers élargis à certains actifs financiers dont les créances commerciales nettes dans cette section). Par ailleurs, alors qu'en comptabilité nationale, il est relativement aisé de calculer des ratios de rentabilité pour l'ensemble des entreprises et en comparaison européenne<sup>a</sup>, l'on ne dispose pas en comptabilité privée d'une source directement agrégée et harmonisée. D'ailleurs, au sein de la littérature, les évaluations sont pour la plupart cantonnées à des segments d'entreprises (par exemple, sociétés cotées<sup>b</sup>, grandes entreprises ou PME<sup>c</sup>, entreprises manufacturières<sup>d</sup> comme ici).

a. Les systèmes de comptabilité nationale faisant l'objet d'une harmonisation au niveau européen.

b. Voir par exemple, Delaveau, B. et Du Tertre, R., 2007, « Quelle appréciation porter sur le redressement de la rentabilité financière des entreprises françaises cotées en Bourse ? », *Note de Veille du Centre d'Analyse Stratégique*, no. 60, mai.

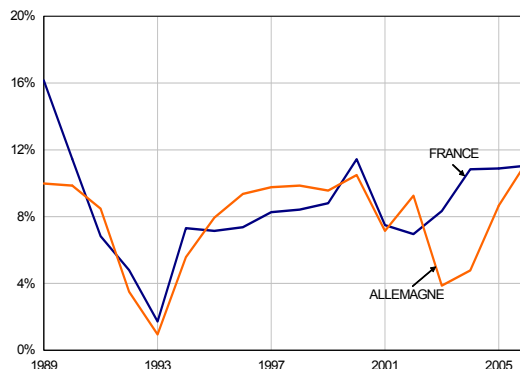
c. Voir par exemple, Picart, C., 2008, « Les PME françaises : rentables mais peu dynamiques ? », *Document de travail de l'INSEE*, G 2008 / 01, février.

d. Voir par exemple, Durant, 2005 pré-cité.

(15) Pour exemple, la Deutsche Bahn (chemin de fer fédéral) en 1999 qui a été « remplacée » par une vingtaine d'entreprises privées et publiques (voir Bataille, E., 2005, « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des données individuelles agrégées de la base BACH », *Bulletin de la Banque de France*, no. 134, février).

**Les rentabilités financières des entreprises manufacturières françaises et allemandes seraient proches en niveau ; toutefois leur profil se serait écarté depuis le début des années 2000.** Jusqu'en 2001, la rentabilité financière (après impôt) des entreprises du secteur manufacturier en France a été proche de celle observée en Allemagne à la fois en termes de niveau (autour de 8% en moyenne) et d'évolution (cf. graphique 13). Néanmoins, si la rentabilité financière a connu une progression régulière en France depuis le trou d'air de 2001–2002 (à la fois sous l'effet de la hausse de la rentabilité économique et de celle de l'effet de levier), en Allemagne, elle a fortement reculé en 2003 pour connaître une remontée par la suite. La forte chute de la rentabilité financière des entreprises manufacturières allemandes en 2003 s'explique par une baisse marquée des produits financiers à cette date. Il est probable que ce recul soit le reflet de l'éclatement de la bulle boursière au début des années 2000 (le point bas des cours boursiers ayant été atteint en 2003). Cette divergence d'évolution entre les ratios de rentabilité (financière) France – Allemagne est toutefois délicate à interpréter : elle pourrait tout aussi bien refléter une exposition plus forte de l'Allemagne au choc boursier du début des années 2000 ou des différences dans les politiques de provisionnement des pertes subies au sein des deux pays. En 2006, les rentabilités financières des entreprises manufacturières en France et en Allemagne étaient au même niveau.

Graphique 13 : rentabilité financière après impôt (secteur manuf.)



Source : BACH (Commission Européenne)

**Malgré une quasi-stabilité du taux de marge des entreprises en France, celles-ci ont fortement investi depuis le creux de 2003. En Allemagne, en revanche, le taux d'investissement des entreprises a peu progressé depuis le point bas de 2004, en dépit d'une hausse continue du taux de marge et du taux d'épargne. L'examen des rentabilités économique et financière des entreprises françaises a montré que leur maintien à haut niveau tout au long des années 1990 et 2000 pourrait justifier la capacité de ces entreprises à attirer les capitaux extérieurs et donc le dynamisme de leur investissement. Sur le champ manufacturier, il n'y aurait pas eu de décrochage de la rentabilité des entreprises françaises par rapport à leurs consœurs allemandes.**

Stephanie PAMIES-SUMNER

**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 :**

Philippe Bouyoux

**Rédacteur en chef :**

Philippe Gudin de Vallerin

(01 44 87 18 51)

tresor-eco@dgtp.e.fr

**Derniers numéros parus**

**Septembre 2008**

n°43. L'industrie automobile française s'adapte à la mondialisation  
Othman BOUABDALLAH, Guillaume GILQUIN, Marie-Alberte PINÇON

n°42. Mode de rémunération des médecins  
Valérie ALBOUY, Muriel DEPRez

**Juillet 2008**

n°41. Le rôle des facteurs financiers dans la hausse des prix des matières agricoles  
William ARRATA, Bertrand CAMACHO, Catherine HAGEGE, Pierre-Emmanuel LECOCO,  
Ivan ODonnat

n°40. Éclatement de la bulle sur le marché immobilier américain  
Stéphane SORBE

**Juin 2008**

n°39. Perspectives d'évolution des dépenses de retraite et rôle d'un fonds de réserve  
Falilou FALL, Nicolas FERRARI

n°38. Quel effet des réformes structurelles dans un État membre de la zone euro sur le reste de la zone ?  
Thibault GUYON, Bérengère JUNOD-MESQUI