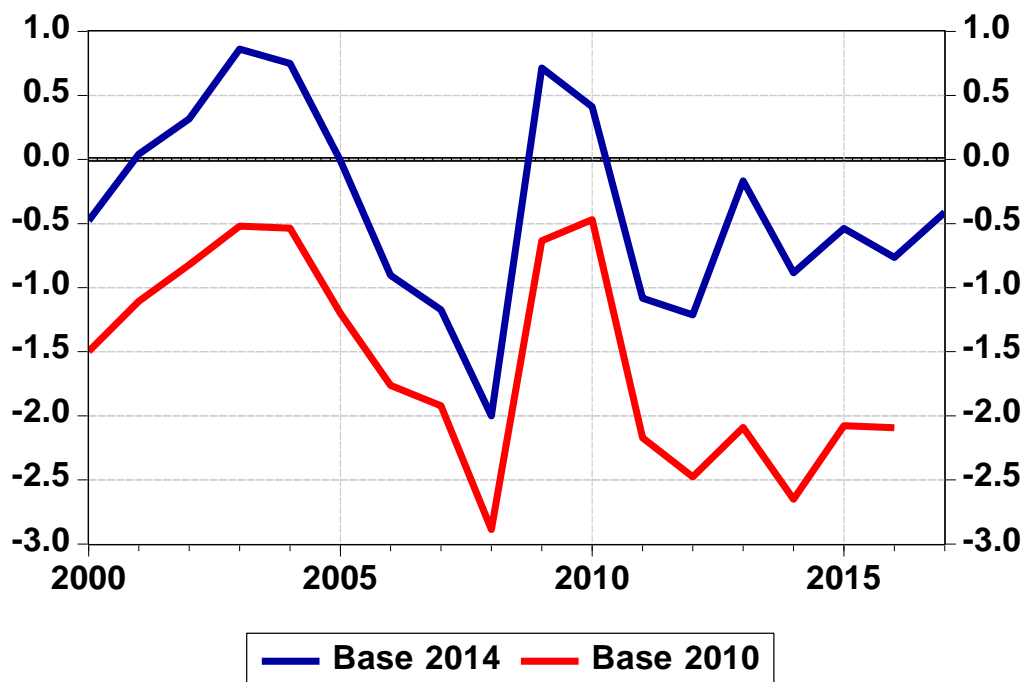


Capacité de financement des entreprises en légère hausse depuis 10 ans

Par Hadrien Camatte et Jean-François Ouvrard

Selon les comptes nationaux révisés en mai 2018, la capacité de financement des sociétés non financières, qui s'est établie à -0,4 point de PIB en 2017, est en légère amélioration depuis 10 ans. Ceci traduit essentiellement la forte baisse des charges financières nettes, alors même que le poids des rémunérations et de l'investissement brut dans la valeur ajoutée a augmenté.

Graphique 1 : Diagnostic plus favorable sur la capacité de financement des SNF en base 2014 (en % du PIB)



Source : Insee, comptes nationaux

Le passage en base 2014 des comptes nationaux en mai 2018 a profondément modifié le compte des sociétés non financières (SNF). En particulier, leur capacité de financement apparaît désormais nettement moins dégradée puisqu'elle s'établit à -10,2 Md€ en 2017 (-0,4 % du PIB) alors qu'en base 2010, elle s'élevait à -44,9 Md€ en 2016 (-2,0 % du PIB, dernier point annuel connu en base 2010).

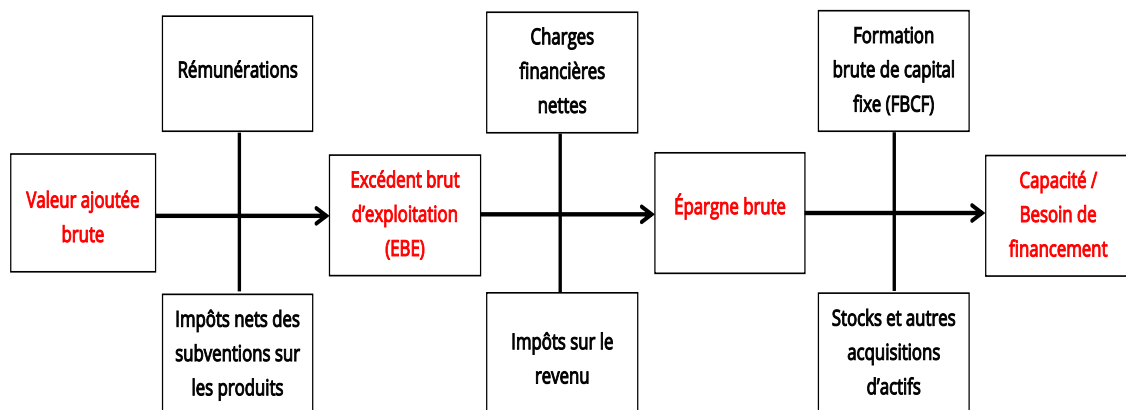
En outre, alors que la capacité de financement des SNF apparaissait globalement stable entre 2006 et 2016 (de -1,8 % du PIB à -2,0 % du PIB) en base 2010, elle est désormais en amélioration de 0,5 point de PIB entre 2006 et 2017.

On ne revient pas ici sur les causes statistiques et méthodologiques de cette révision des comptes nationaux, bien documentées par l'Insee (Cf. notamment [Les comptes nationaux passent en base 2014, mai 2018](#) et [Les estimations de flux de revenus de la propriété en base 2014, mai 2018](#)). Nous examinons la trajectoire de la capacité de financement des SNF depuis 2006, année choisie pour son caractère « moyen » alors que 2007 est marquée par des pics notamment de taux de marge et de taux d'investissement. Nous nous focalisons sur les seules SNF et non sur les SNF-EI, pour lesquelles un compte complet, jusqu'à la capacité de financement, n'est pas disponible.

Depuis 2006, hausse des rémunérations et de l'investissement, baisse des charges financières

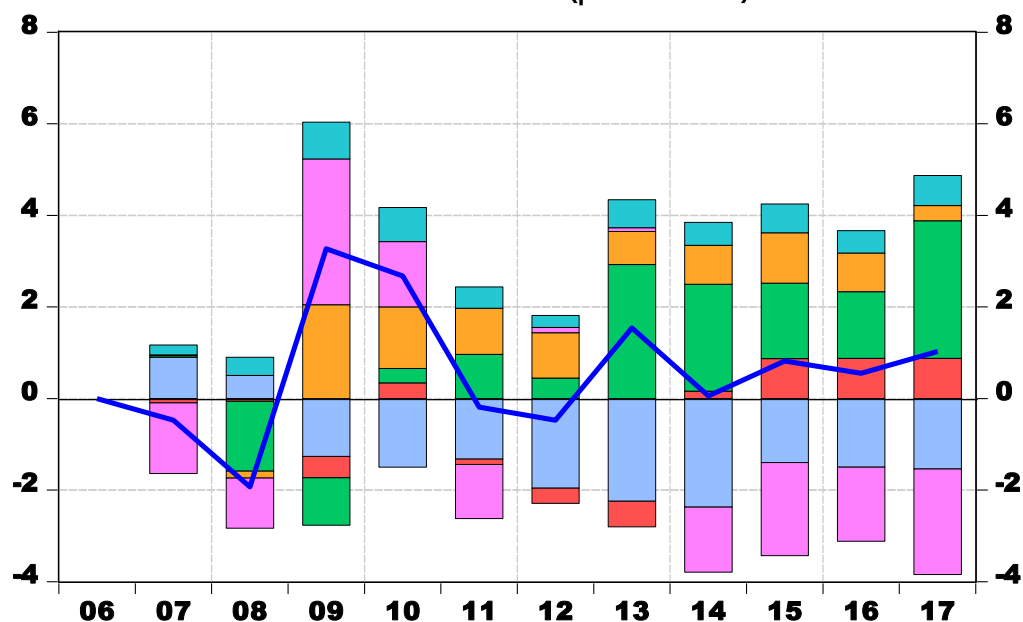
De façon schématique, le compte des sociétés non financières peut être déroulé de la valeur ajoutée brute à la capacité de financement autour des étapes suivantes : la valeur ajoutée finance les rémunérations des salariés et les impôts nets des subventions sur les produits (dont le Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE)) pour donner l'excédent brut d'exploitation ; celui-ci sert à payer les charges financières nettes (intérêts et dividendes, versés et reçus) et l'impôt sur le revenu (essentiellement l'impôt sur les sociétés) pour aboutir à l'épargne brute ; cette dernière finance la formation brute de capital fixe (FBCF), les stocks et d'autres acquisitions d'actifs pour aboutir à la capacité de financement (cf. schéma). Dans ce schéma simplifié, nous omettons quelques postes (transferts courants et en capital, cotisations imputées) dont le rôle est relativement marginal.

Schéma simplifié du compte des SNF



Le graphique 2 présente les contributions de ces différents postes à l'évolution de la capacité de financement des SNF, en points de valeur ajoutée des SNF et en écart à l'année 2006. Quelques mouvements d'ensemble apparaissent très clairement.

Graphique 2 : Contributions cumulées depuis 2006 à l'évolution de la capacité de financement des SNF (points de VA)



Source : Insee comptes nationaux en base 2014, calculs des auteurs

L'impôt sur le revenu a joué son rôle usuel d'amortisseur, avec un poids dans la valeur ajoutée en net retrait à partir de 2009 mais qui revient en 2017 à un niveau proche de celui de 2006.

Le premier facteur de dégradation de la capacité de financement des SNF est l'accroissement du poids des rémunérations dans la valeur ajoutée depuis 2006, avec une « marche » essentiellement en 2009 (cf. [Cette et Ouvrard](#) (2018)). Ceci est en partie amorti par le CICE, visible à partir de 2015 dans la baisse du poids des impôts sur les produits nets des subventions.

Le second facteur de dégradation de la capacité de financement de 2006 à 2017 est la formation de capital (investissement brut et stocks). Celle-ci a tout d'abord fortement reculé en 2009-2010, mais elle a ensuite retrouvé un poids dans la valeur ajoutée nettement supérieur à celui de 2006 et même à celui du dernier pic de 2007. Les comptes nationaux en base 2014 confirment également, avec des données pour l'instant disponibles jusqu'en 2014,

que l'augmentation de la part de l'investissement brut dans la valeur ajoutée (brute ou nette) résulte de la hausse du poids de la consommation de capital fixe, tandis que celui de l'investissement net se réduit (cf. [Sicsic \(2018\)](#)).

En sens inverse, la forte baisse des charges financières nettes contribue positivement à l'évolution de la capacité financière des SNF et fait plus que compenser l'effet négatif de la hausse du poids des rémunérations et de l'investissement.

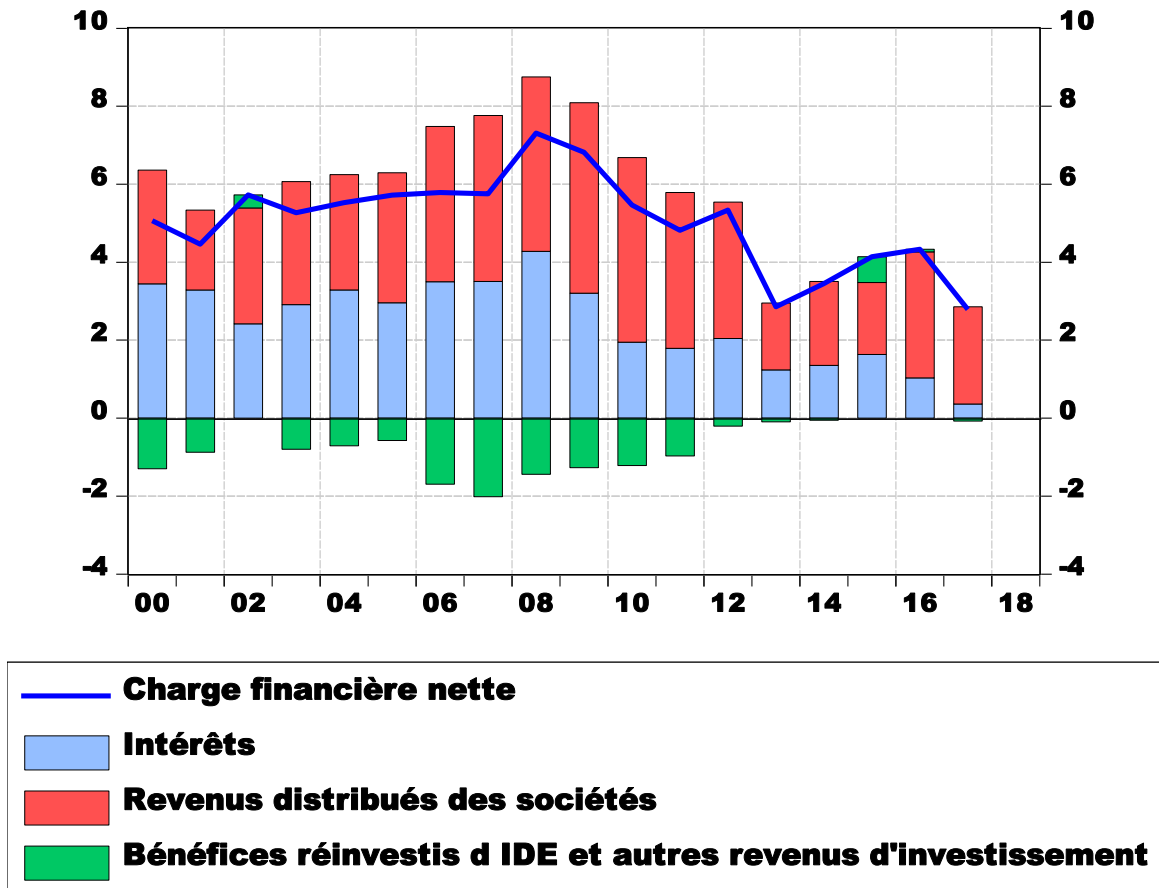
Depuis 2006, baisse importante du poids des intérêts et dividendes nets

Les flux liés aux frais financiers sont importants dans le compte des SNF avec 257 Md€ de dépenses en 2017 (22% de la VA) et 224 Md€ de recettes (19% de la VA). Toutefois, au regard des difficultés comptables liées notamment aux questions de consolidation au niveau des SNF, il est préconisé d'examiner ces flux de façon nette, en recettes moins dépenses (Cf. Rapport [coût du capital](#) du CNIS (2015)).

Le graphique 3 représente ainsi la charge financière nette des SNF en pourcentage de la valeur ajoutée et ses principales composantes : intérêts nets et revenus distribués nets (dividendes), pour lesquels les SNF sont payeurs nets, et bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers (IDE) et autres revenus d'investissements pour lesquels les SNF sont créditrices nettes.

Graphique 3 : Réduction de tous les postes de la charge financière nette des SNF

(En points de VA)



Source : Insee comptes nationaux en base 2014, calculs des auteurs

La charge financière nette des SNF représente seulement 2,8 % de la VA des SNF en 2017, soit 33 Md€. Ce montant est toutefois très inférieur à celui constaté en 2006 (5,8 % de la VA et 54 Md€) et, globalement, au cours des années 2000. La forte baisse de la charge financière nette résulte à la fois de la réduction du poids des revenus distribués nets (-1,5 point de VA) et de celui des intérêts nets (-3,1 points de VA). En sens inverse, les revenus nets liés aux bénéfices réinvestis d'IDE se sont réduits dans des proportions également non négligeables (+1,6 point de VA sur la charge financière nette).

L'ensemble des indicateurs disponibles suggèrent que la baisse du poids de la charge financière nette dans la valeur ajoutée ne provient pas d'une forte accélération de la valeur ajoutée (effet « dénominateur»), mais résulte essentiellement de la baisse globale des rendements financiers depuis 2008.