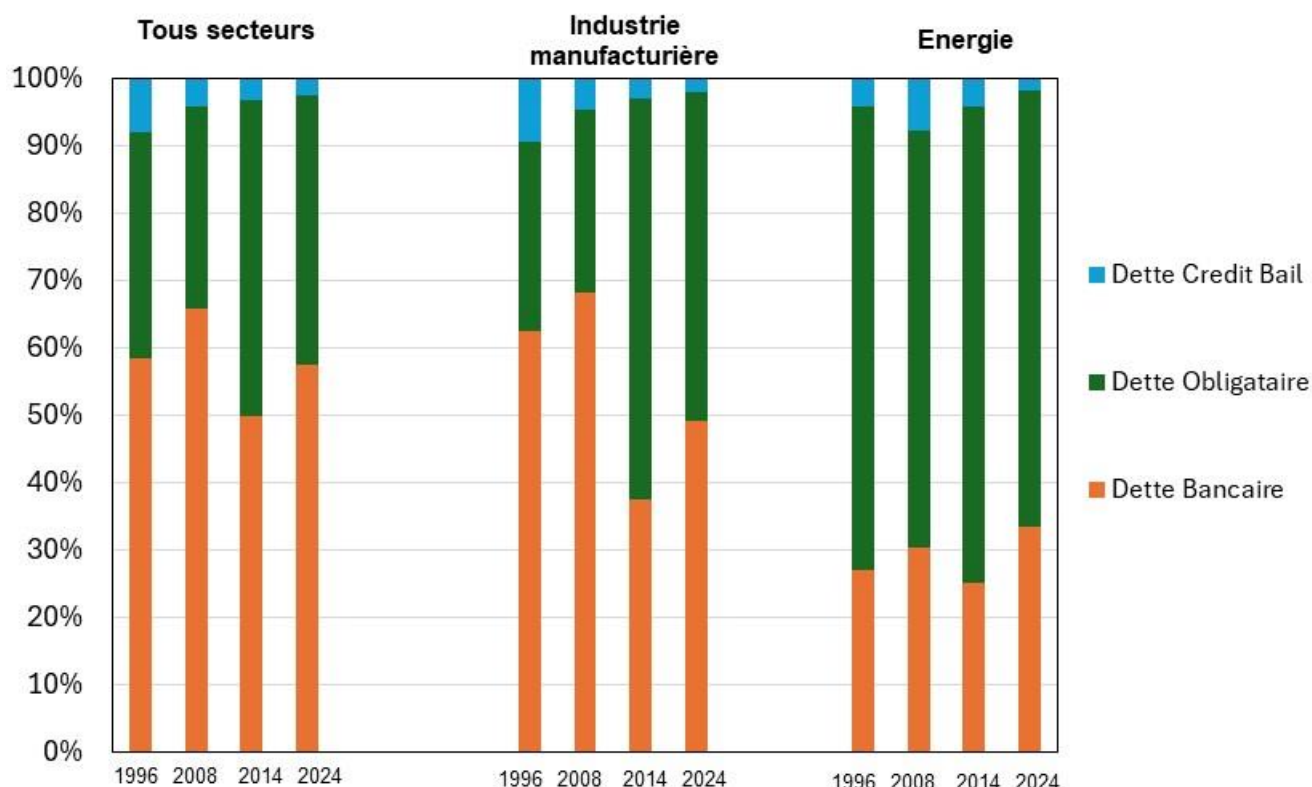


Évolution de la structure de financement du secteur industriel

Par Valentin Georges et Thomas Allen

L'évolution du financement du secteur industriel entre 1996 et 2024 met en lumière une transformation de la structure d'endettement, avec l'augmentation de la part des financements obligataires, en particulier pour son segment manufacturier depuis 2012. Ces mutations doivent être interprétées à l'aune d'un mouvement de concentration industrielle, qui a renforcé le rôle des plus grands acteurs et favorisé la diversification des modes de financement.

Graphique 1 : Part des dettes bancaires, obligataires et du crédit-bail dans le total des dettes (%)



Source : Banque de France, FIBEN

Note : Le secteur industriel rassemble l'énergie (sections B, D et E de la NAF) et l'industrie manufacturière (section C). La section Tous secteurs exclut les sections K (activités financières, hors holdings) et O (administration).

Un recul de la part de l'industrie dans le PIB

La part de l'industrie dans le PIB français affiche une tendance structurelle à la baisse, passant en valeur de près de 28 % en 1960 puis se stabilisant dans les années 2010 pour s'établir à environ 14 % en 2024. Cette réduction est imputable essentiellement au secteur manufacturier, puisque le secteur énergétique a maintenu sa contribution au PIB. Le processus de désindustrialisation et ses causes en France a été largement documenté ([Kalantzis et Thubin, 2017](#)).

Les conditions de financement (structure, coûts) de l'industrie ont cependant été peu étudiées dans les déterminants de ce mouvement. Néanmoins, de 1996 à 2024, les données de la base FIBEN font état d'évolutions significatives. Ce billet explore ces mutations de la structure de financement et du coût associé des acteurs industriels français.

Une mutation progressive du financement dans l'industrie manufacturière

Entre 1996 et 2024, l'industrie manufacturière présente un taux d'endettement financier brut (endettement financier / capitaux propres) relativement stable et inférieur d'environ 35 points à celui de l'ensemble des entreprises non financières (82 % contre 116 %), tandis que le secteur énergétique affiche un niveau presque deux fois supérieur. Cette situation s'explique notamment par la forte intensité capitaliste (immobilisations corporelles/effectifs) de ces secteurs, particulièrement marquée dans l'énergie. Derrière cette stabilité apparente dans l'industrie manufacturière se cachent toutefois des transformations profondes de la structure de l'endettement, plus marquées que dans le secteur énergétique.

Nous mobilisons les données issues des liasses fiscales pour distinguer les dettes bancaires, obligataires et le crédit-bail en considérant le secteur de l'entreprise. Cette comptabilisation permet de rattacher au secteur d'activité les holdings financières des entreprises. Le périmètre des données fiscales couvre exclusivement les entreprises résidentes. Les dettes bancaires ont dominé dans l'industrie manufacturière, comme pour de nombreux autres secteurs, jusqu'en 2011-2013 (Graphique 1). Depuis, la structure de financement s'est nettement transformée : entre 2012 et 2024, la part des dettes bancaires dans l'endettement manufacturier s'est réduite pour s'établir en moyenne à 43 %, contre 61 % sur la période 1996-2011. Cette baisse traduit la montée en puissance des emprunts obligataires, qui, minoritaires jusqu'en 2011 (33 % en moyenne), deviennent majoritaires de 2012 à 2023 (55 %). Cette substitution du financement bancaire vers l'obligataire peut s'expliquer par des conditions de marché favorables ([Rapport sur la stabilité financière, 2025](#)) et par la volonté des entreprises industrielles de diversifier leurs sources de financement, ainsi que par des évolutions du profil des entreprises industrielles sur la période.

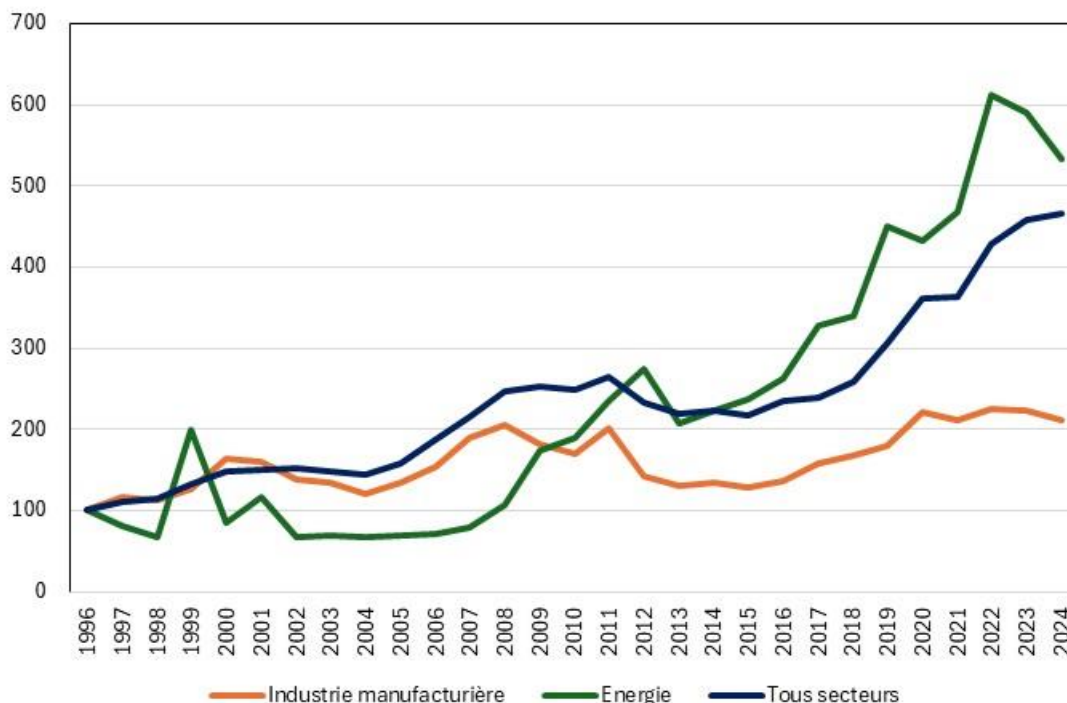
Des dynamiques démographiques à l'œuvre et une recherche de diversification

Selon les données FIBEN (1996-2018), la part du chiffre d'affaires des grandes entreprises (GE) a en effet bondi de 26 % à 47 % dans l'industrie manufacturière, et dépasse désormais 80 % dans l'énergie, au détriment des PME et des ETI. Cette concentration croissante des

acteurs du secteur au profit de plus grosses structures, qui peuvent accéder plus facilement au financement obligataire, a structurellement modifié la composition de l'endettement industriel.

Par ailleurs, alors qu'elle épousait la tendance du reste de l'économie jusqu'en 2009, le volume des dettes bancaires du secteur manufacturier s'en éloigne à partir de cette date, accentuant la tendance à la baisse observée jusqu'en 2015. La littérature souligne que les secteurs industriels, qui ont des besoins importants en matière d'investissement, sont particulièrement dépendants du financement externe ([Rajan & Zingales, 1998](#)) renforçant leur vulnérabilité en période de resserrement du crédit. Le faible réemploi des actifs industriels (machines, usines) réduit par ailleurs leur valeur de collatéral, poussant les banques à financer d'autres secteurs au détriment de l'investissement industriel ([Campello et al, 2010](#)). Enfin, pour l'ensemble des secteurs, le durcissement des exigences de fonds propres réglementaires a limité l'offre de prêts ([Mésonnier et Monks, 2014](#)). Cette tendance sur les volumes de dettes bancaires observé entre 2009 et 2015 a pu inciter les entreprises en capacité d'arbitrage à substituer des émissions obligataires au crédit bancaire. Les GE disposant d'un meilleur accès aux marchés de capitaux peuvent davantage bénéficier de cette logique d'arbitrage ([Becker et Ivashina, 2014](#)). Depuis 2015, malgré une reprise, l'endettement bancaire du secteur manufacturier progresse moins vite que celui de l'ensemble de l'économie, même en contrôlant pour la moindre croissance de la valeur ajoutée du secteur manufacturier dans l'ensemble des SNF.

Graphique 2 : Volume des dettes bancaires (base 100 =1996)



Source : Banque de France, FIBEN

Le secteur énergétique présente au contraire une structuration différente. Son financement a toujours été moins dépendant du crédit bancaire, celui-ci ne représentant que 29 % de

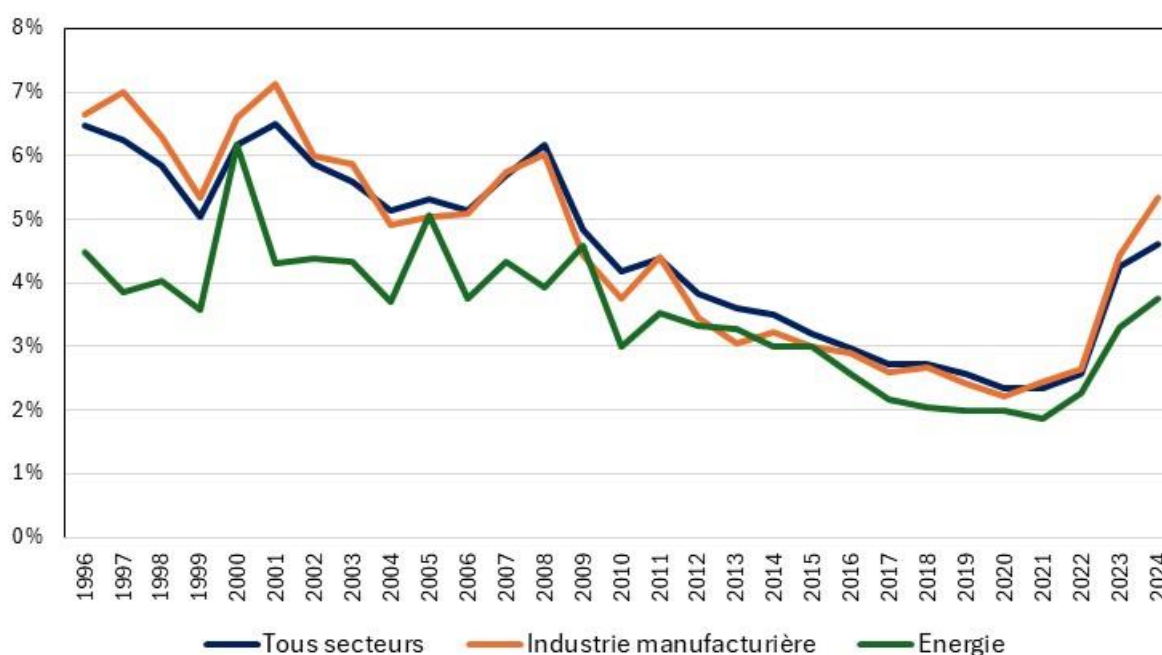
l'endettement total en moyenne entre 1996 et 2024. L'endettement obligataire y demeure prédominant, avec une part moyenne de 67 % sur l'ensemble de la période. Cette structure est caractéristique d'un secteur capitalistique et concentré ayant un meilleur accès aux marchés de capitaux. Néanmoins, les volumes de prêts bancaires contractés par les entreprises énergétiques progressent fortement à partir de 2008 (Graphique 2), témoignant d'un recours accru au financement bancaire pour des projets d'investissement parallèlement aux émissions obligataires.

Un coût de la dette semblable voire inférieur par rapport au reste de l'économie

Les données bilancielle de FIBEN permettent de calculer un « coût apparent de l'endettement » (charges d'intérêts effectivement payées / endettement financier – voir graphique 3). Ce coût pour l'industrie manufacturière suit sur l'ensemble de la période une trajectoire proche de la moyenne nationale, ce qui pourrait indiquer l'absence de prime de risque supplémentaire malgré un contexte de désindustrialisation. Alors qu'il dépasse la moyenne nationale en début de période, il se stabilise systématiquement sous la moyenne nationale depuis le milieu des années 2000 et l'est demeuré pendant la période marquée par des taux bas (2015-2022). Ce coût de l'endettement tarde cependant un peu plus à traduire la baisse des taux directeurs (décidée en juin 2024).

Le secteur énergétique supporte quant à lui un coût moyen nettement plus faible (- 1 point de pourcentage, pp, en moyenne entre 1996 et 2024), en lien avec la concentration préexistante de GE observée dans ce secteur, bien notées et disposant d'un accès privilégié aux marchés financiers. Ce secteur bénéficie historiquement de conditions d'emprunt très favorables, soutenues également par la nature souvent régulée ou contractualisée de leurs revenus, réduisant la perception du risque par les investisseurs et les prêteurs.

Graphique 3 : Coût apparent de l'endettement (%)



Note : Frais financiers/dette totale

Source : Banque de France, FIBEN

In fine, la dynamique démographique de concentration accrue autour des GE, et la diversification des sources de financement qu'elle autorise, au profit des financements obligataires a pu contribuer à expliquer que l'industrie ait pu continuer de bénéficier de conditions de financement toujours avantageuses.