



Conférence de l'Observatoire du financement des entreprises par les marchés (OFEM)

Mercredi 14 avril 2021

Le financement des entreprises en sortie de crise

Denis Beau, Premier sous-gouverneur

Je vous remercie de me recevoir aujourd'hui et de me permettre de partager avec vous quelques réflexions sur les enjeux actuels et les évolutions souhaitables en matière de financement des entreprises françaises. Pour ce faire, je vais revenir en premier lieu sur les tendances de long terme en matière de financement des entreprises -celles d'une diversification des financements bienvenue, mais d'une augmentation de l'endettement plus problématique-, puis je préciserai, de mon point de vue de banquier central et de superviseur, les préoccupations qu'a engendrées l'amplification de ces tendances du fait de la crise Covid et de sa gestion, et en dernier lieu je soulignerai l'importance pour le bon financement de notre économie dans la phase de sortie de crise que nous abordons d'un retour à un équilibre des financements plus soutenable, notamment via le renforcement des fonds propres.

1. Les tendances de long terme

La réduction du rôle du crédit bancaire dans le financement des SNF

Le financement de l'économie française a longtemps reposé dans une très large mesure sur le crédit bancaire. Ces crédits bancaires représentaient environ 75% du financement en dette des SNF à la fin des années 90, 77% à l'été 2008. **Depuis 2008, cette part dominante du financement bancaire a significativement reculé au bénéfice du financement de marché.** Alors que l'encours de dette progressait à un rythme annuel moyen de 4,7%, la dette de marché augmentait à un rythme deux fois plus rapide (8,8%). **Ainsi, la part du financement de marché dans le financement en dette est passée de 23% en 2008 à 40% en 2015 et s'est stabilisée depuis autour de 36% [slide 2, graphique de gauche]¹.**

Cette expansion a été portée par les grandes entreprises, utilisatrices traditionnelles des financements de marché mais également depuis 2008 par des ETI. La part du financement

¹ Source : Comptes financiers trimestriels.

obligatoire dans le financement en dette des ETI est ainsi passée de 15% avant la crise de 2008 à 32% en 2019 [slide 2, graphique de droite]².

Cette évolution s'est appuyée sur une base d'investisseurs très internationale (50% à 60% des titres émis par des SNF résidentes sont détenus par des investisseurs étrangers³) [slide 3, graphique de gauche] et a été de pair avec le développement, à côté des banques dont l'importance sur le marché primaire et secondaire est demeurée majeure, du rôle des intermédiaires financiers non bancaires résidents comme non-résidents, dont l'exposition aux SNF s'élevait à 443 milliards d'euros à fin septembre 2020 (soit 70% du financement en titres de créances de ce secteur) [slide 3, graphique de droite]⁴.

En revanche, **les PME restent structurellement dépendantes du financement bancaire**. La part du crédit bancaire dans leur endettement n'a diminué que d'un point de pourcentage depuis 2008 et s'élevait encore à 85% en 2019 et même 95% en prenant en compte le crédit-bail.

Une augmentation de l'endettement des SNF et une détérioration de la structure financière de certaines d'entre elles

Derrière ces transformations structurelles qui ont permis l'émergence d'un modèle de financement plus diversifié et certainement plus efficace, il faut aussi relever des tendances de fond plus préoccupantes.

De manière générale, l'endettement des SNF françaises a plutôt progressé plus rapidement que dans les autres économies européennes depuis la crise de 2008, avec une accélération sur la période qui a immédiatement précédé la crise sanitaire. La dette consolidée des entreprises françaises a ainsi crû de 4,1 points de PIB entre 2017 et 2019 contre +0,6 point sur la même période pour la zone euro dans son ensemble [slide 4, graphique de gauche], même s'il convient de noter que cet endettement s'est accompagné d'un renforcement de la trésorerie des entreprises et a aussi permis le financement de filiales étrangères (+0,4 point de PIB)⁵.

Visible pour toutes les tailles d'entreprises, cette dynamique a été particulièrement vigoureuse pour les grandes entreprises et s'est accompagnée d'une détérioration des ratios d'endettement : la médiane du ratio de levier net (dette nette des liquidités divisée par les capitaux propres) des grands groupes est ainsi passée de 97% à 101% entre 2017 et 2019 [slide 4, graphique de droite], tandis que la médiane de leur taux de couverture des frais financiers

² « La situation financière des entreprises: forces et faiblesses à la veille de la crise sanitaire », par B. Bureau et L. Py, Bulletin de la Banque de France 233, janvier-février 2021.

³ Voir également : « Les titres publics et privés de la dette française sont parmi les plus détenus par les non-résidents », par E. Gervais, Bulletin de la Banque de France 233, janvier-février 2021.

⁴ Source : SHS.

⁵ Source : comptes nationaux.

baissait de 7,1 à 6,2⁶. La baisse de ce taux de couverture indique ainsi que les frais financiers ont augmenté plus rapidement que les profits des grands groupes sur la période, et ce malgré la baisse de leurs coûts de financement (bancaire et de marché).

Cette situation particulière de l'endettement des grandes entreprises a justifié la mise en place dès 2018 par le HCSF d'une limite d'exposition des banques d'importance systémique envers les grandes entreprises très endettées (ayant un levier net supérieur à 100% et un taux de couverture de leur charge d'intérêts inférieur à 3) à 5% de leurs fonds propres.

2. Le choc de la crise : quel impact sur les structures financières ?

Une amplification de la déformation des structures financières

La crise sanitaire a fortement impacté la structure financière des entreprises. Elle s'est en effet traduite, pour un grand nombre d'entre elles, par une diminution brutale d'activité et un choc de trésorerie.

À titre d'exemple, nous estimons à la Banque de France que **le premier confinement du printemps 2020 a représenté un choc de trésorerie de l'ordre de trois semaines de chiffre d'affaires pour 62% des entreprises**, soit environ 160 milliards d'euros. Pour limiter ces effets défavorables et les tensions de trésorerie, **les dispositifs publics de compensation des pertes** (chômage partiel, report d'échéance sur les prélèvements fiscaux et sociaux, versement anticipé de crédits d'impôt) **ont permis de réduire d'environ 50 % le besoin de financement induit par ce choc**⁷.

Les prêts garantis par l'État (PGE) et la politique monétaire très accommodante de l'Eurosystème ont permis d'assurer que le besoin de nouveaux financements soit satisfait sans difficulté. Les prêts garantis par l'État ont ainsi permis d'apporter un soutien en trésorerie à hauteur de 135 milliards d'euros (à mi-mars 2021) au bénéfice de plus de 645 000 entreprises. Le PGE a surtout bénéficié aux TPE/PME, tant en nombre (95%) qu'en encours (75%)⁸. Entre le premier et le deuxième trimestre 2020, ces évolutions du crédit associées à des émissions de titres de dettes également importantes, ont provoqué une hausse de plus de 8 points du taux d'endettement des SNF en pourcentage du PIB, le portant à près de 86 % à la fin du T3.⁹

Une hétérogénéité des impacts

Au total, en 2020 la dette brute des sociétés non financières (SNF) a augmenté de 217 milliards d'euros (soit + 12% par rapport à son encours de fin 2019), sous l'effet de la progression des

⁶ Source : Fiben groupes

⁷ Source : [Évaluation des risques du système financier français - décembre 2020](#).

⁸ Source : [Tableau de bord PGE – situation au 26 mars 2021](#).

⁹ Sources : [Stainfo : Taux d'endettement des agents non financiers - Comparaisons internationales 2020 T3](#) et [Stainfo : Financement des SNF, février 2021](#).

crédits bancaires (+ 139 milliards d'euros) et du dynamisme des émissions de titres de créances (+ 77 milliards d'euros)¹⁰. En parallèle, la trésorerie des SNF a augmenté de 200 milliards d'euros (soit + 29 % par rapport à son encours de fin 2019), essentiellement sur les dépôts à vue (+ 159 milliards d'euros). Le flux de dette nette des SNF n'est donc plus que de 17 milliards d'euros [slide 5], sur un encours de dette nette de 1000 milliards environ – **c'est donc au total une hausse peu marquée de l'endettement net des SNF dans leur ensemble. Ce constat global masque toutefois des différences marquées entre secteurs d'activité et, au sein de ces secteurs, entre entreprises.**

Cet impact différencié est préoccupant du point de vue macroéconomique et donc du banquier central, quand des entreprises initialement performantes et saines font face à un endettement important, dont on peut craindre que la persistance ne contraigne le développement futur, et reporte les projets d'investissement et les embauches. Un cercle vicieux peut s'instaurer lorsque le ralentissement de l'investissement vient réduire l'activité des fournisseurs, etc.

Par ailleurs, les entreprises qui ont accumulé de la trésorerie ne sont pas nécessairement les mêmes que celles qui ont accumulé des dettes. Certaines, compte tenu de la structure de leur BFR, ont enregistré une baisse de leur endettement net. D'autres en bonne santé ont, dans un contexte de très forte incertitude, augmenté leur dette mais également leur niveau de trésorerie disponible à titre de précaution ; la réduction de l'incertitude devrait conduire ces entreprises à réduire ce surcroît de trésorerie et, parallèlement, à se désendetter pour un montant équivalent. C'est ainsi qu'en février dernier, 37% des PME ayant souscrit un PGE indiquaient ne pas l'avoir utilisé¹¹. A contrario, pour une autre partie des entreprises ayant dû s'endetter pour faire face au choc de liquidité, on constate également une baisse de la trésorerie.

Cette hétérogénéité sectorielle et individuelle persiste aujourd'hui aussi en termes d'activité, comme l'a bien mis en évidence notre dernière enquête mensuelle de conjoncture (EMC) réalisée auprès de 8 500 entreprises ou établissements. Elle pourrait peser davantage en terme de déformations de la structure d'endettement, pour les entreprises qui continuent d'enregistrer des niveaux d'activité nettement inférieurs à ceux d'avant-crise.

3. L'importance d'un renforcement des fonds propres en sortie de crise

Un besoin de renforcement sélectif des fonds propres par voie externe

Dans ce contexte où une partie du tissu productif est fragilisée en raison de la hausse de son endettement, renforcer leurs fonds propres apparaît particulièrement souhaitable car il permettrait de préserver la capacité d'investissement des entreprises potentiellement

¹⁰ Source : [L'impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des entreprises et des ménages en 2020](#).

¹¹ Source : [Baromètre trimestriel Bpifrance Le Lab – Rexecode, février 2021](#).

atteintes par un taux d'endettement élevé, qui réduit leur accès aux financements, et restaurer une capacité à absorber de futurs chocs économiques.

La préservation des capacités d'investissement serait d'autant plus utile que la crise a rendu plus visibles et plus urgents de nouveaux et importants besoins : nécessité d'une digitalisation en profondeur, nécessité de se maintenir dans la compétition internationale, notamment en termes d'innovation, nécessité d'engager une transition vers une économie neutre en carbone et résiliente face au changement climatique.

Compte tenu du surcroît de dette accumulé, nous estimons à la Banque de France le besoin d'apport externe de fonds propres à environ 50 milliards d'euros pour rétablir des ratios prudents pour les entreprises présentant, avant la crise, une situation saine¹². Parmi ces 50 milliards, une grande partie pourrait être financée par l'appel au marché et le *private equity* tandis que, compte tenu notamment de la petite taille de nombre des entreprises concernées, jusqu'à une vingtaine de milliards d'euros pourraient nécessiter l'appui d'un dispositif public.

On peut en particulier souhaiter que la bourse redevienne une source de financement pour les entreprises, en particulier à l'heure où les valorisations semblent généralement favorables. Mais cela ne peut pas constituer une solution pour tous, notamment au regard des exigences de liquidité des marchés cotés. **Le *private equity* a également un rôle important à jouer** dans l'accompagnement de la croissance d'entreprises plus petites. Encore faudra-t-il, pour les acteurs du *private equity*, convaincre les entreprises encore réticentes à ouvrir leur capital de la plus-value d'un apport en capital qui est également un accompagnement stratégique – ce sera peut-être l'occasion avec les « obligations relance ».

Le recours à ces diverses sources de financement devrait utilement être soutenu par des mesures comme l'adoption du « prospectus de relance », l'évolution, même à la marge, des conditions dans lesquelles les investisseurs institutionnels peuvent investir en actions cotées avec la révision à venir de la réglementation s'appliquant aux organismes d'assurance, Solvabilité 2, la révision du règlement sur les fonds ELTIF ou encore l'adaptation des règles concernant les « marchés de croissance des PME ».

Enfin, le renforcement de la structure financière des PME et des ETI, devrait pouvoir également s'appuyer sur le dispositif de Prêts Participatifs soutenu par l'État (PPSE). Cela pourrait concerner 15 000 PME et ETI (à partir de 2 millions d'euros de chiffre d'affaires) pour un montant de l'ordre de 14 milliards d'euros.

¹² Source : [Évaluation des risques du système financier français - décembre 2020](#). Il s'agit de l'augmentation de fonds propres en substitution de la dette brute qui aurait été nécessaire pour maintenir le ratio dette / fonds propres antérieur de l'entreprise. L'augmentation est calculée uniquement pour les entreprises qui, antérieurement au choc, présentaient une situation financière saine.

Mais l'efficacité macroéconomique de ces apports en fonds propres repose crucialement sur sa sélectivité, au bénéfice des entreprises saines qui disposent de perspectives de développement.

L'importance du réamorçage de la génération interne de fonds propres

En outre, ce renforcement par voie externe des fonds propres des entreprises ne doit pas occulter l'importance de l'amélioration de leur génération par voie interne. Dans la décennie qui a séparé les crises de 2008 et 2011-12 de la crise sanitaire, les sociétés non financières avaient pu renforcer leurs fonds propres, avec une croissance moyenne de près de 6 % par an pour les PME, 4,3 % pour les ETI et 2,6 % pour les grandes entreprises.

Pour les grandes entreprises, le renforcement s'est opéré majoritairement par des augmentations de capital : elles ont représenté 60 % du taux de croissance des capitaux propres en moyenne sur 10 ans. À l'inverse, pour les PME, cette croissance des fonds propres a été d'abord assurée par la mise en réserve des résultats, qui a contribué à plus de la moitié de la croissance de capitaux propres des PME dans cette période, les ETI étant dans une situation intermédiaire. **La mise en réserve des résultats est donc particulièrement importante pour les PME et pour les ETI.** Dans ces conditions, le rétablissement rapide de l'activité jouera certainement un rôle pour remettre en marche ces moteurs traditionnels.

*

* *

Pour conclure, permettez-moi de dessiner une perspective possible et de revenir sur deux questions. Le « monde d'après » peut être celui d'une économie dont le financement s'appuie davantage sur les fonds propres. Cependant, pour que cette possibilité se réalise, je vois au moins deux conditions :

- **cette « économie des fonds propres » n'a de sens qu'à l'échelle de l'Europe**, dans le cadre de l'Union des Marchés de Capitaux. Il s'agit de mobiliser une épargne européenne qui reste globalement mal allouée au regard des besoins à venir des épargnants, en s'appuyant sur des acteurs européens proches des investisseurs comme des émetteurs. Il s'agit enfin de financer des entreprises dont la taille critique et le marché sont à l'échelle de l'Europe. Cet objectif de marchés des capitaux plus intégrés pour permettre un financement plus efficace et une épargne mieux allouée est un impératif.
- **cette « économie des fonds propres » ne peut se faire aux dépens des épargnants mais à leur bénéfice et en cohérence avec leurs besoins.** L'arrivée des investisseurs particuliers sur les marchés actions ou, plus globalement, leur exposition au financement en fonds propres des entreprises doit s'accompagner d'une éducation financière

renforcée, pour que les décisions soient prises en connaissance de cause ; c'est un sujet qui présente une importance particulière pour la Banque de France et l'ACPR, et qui doit être le souci de chacun des intermédiaires financiers.