

Perspectives

Apériodique – n°20/241 – 6 octobre 2020

FRANCE – Sociétés non financières

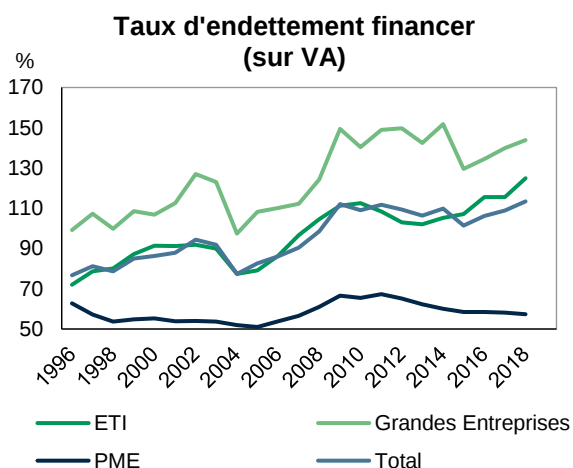
Hausse de l'endettement et risques de défaillances

- Si l'endettement des entreprises a augmenté sur les dernières années, leur santé financière ne s'est pas pour autant dégradée. Le recours à la dette s'est accompagné d'une augmentation des fonds propres et d'un renforcement de la trésorerie des sociétés non financières, en particulier pour les grandes entreprises.
- Malgré une rentabilité moindre que dans d'autres pays de la zone euro, les entreprises françaises ont maintenu un rythme d'investissement assez soutenu, profitant des conditions financières favorables pour le financer par la dette.
- Depuis le mois de mars, les flux de crédit de trésorerie aux entreprises ont très nettement progressé. Cette hausse est notamment due au recours massif aux prêts garantis par l'Etat (PGE) qui, avec l'ensemble des mesures de soutien, ont permis aux entreprises de faire face à leurs besoins de trésorerie malgré une chute importante de leur chiffre d'affaires.
- Si le recours au crédit a accéléré ces derniers mois, les grandes entreprises ont également continué à recourir fortement aux financements de marché.
- Nous n'observons pas pour autant de dégradation notable de la santé financière des entreprises dans leur ensemble. En effet, jusqu'à présent, l'augmentation de la dette (crédit et titres) est largement venue alimenter les dépôts des entreprises. Mais cette hausse des dépôts pourrait n'être que temporaire en prévision d'un accroissement du besoin de fonds de roulement lié à la reprise de l'activité, ainsi qu'aux échéances à venir (remboursement des reports de cotisations sociales et impôts par exemple).
- Si les mesures prises depuis mars ont soulagé la trésorerie des entreprises et ont permis de réduire le risque de liquidité et d'éviter une première vague de défaillances, la question de la solvabilité ou de la soutenabilité de la dette viendra se poser dans un second temps pour un certain nombre d'entreprises. En effet, après avoir puisé dans la trésorerie accumulée, la dette continuera à peser sur le bilan des entreprises et à réduire leur capacité d'investissement pourtant primordiale pour la reprise de la croissance économique en France.
- Alors que la suspension des délais pour se déclarer en cessation de paiement a été levée fin août, nous pourrions assister à une reprise assez nette des défaillances d'entreprises au quatrième trimestre et en début d'année 2021, notamment dans les secteurs les plus fragilisés par la crise comme le commerce, l'hébergement-restauration et la construction.
- Les grandes entreprises peuvent facilement avoir recours au marché y compris pour lever des fonds propres, mais pour les plus petites entreprises, face à une dette accrue, le besoin de fonds propres pourrait se faire ressentir, faute de quoi elles devront limiter leur investissement. Ainsi, afin de soutenir les entreprises viables avant la crise, le gouvernement a mis en place une enveloppe de 3 milliards d'euros, afin de soutenir la recapitalisation des TPE et PME. Cette enveloppe doit permettre de lever de 10 à 20 milliards d'euros de prêts participatifs comptabilisés comme fonds propres au bilan des entreprises. Cela constitue un amortisseur pour permettre aux PME-TPE de passer le cap de la crise sans trop de casse.

Forte progression de l'endettement des entreprises françaises

Une hausse de l'endettement maîtrisée au niveau macro-économique avant la crise

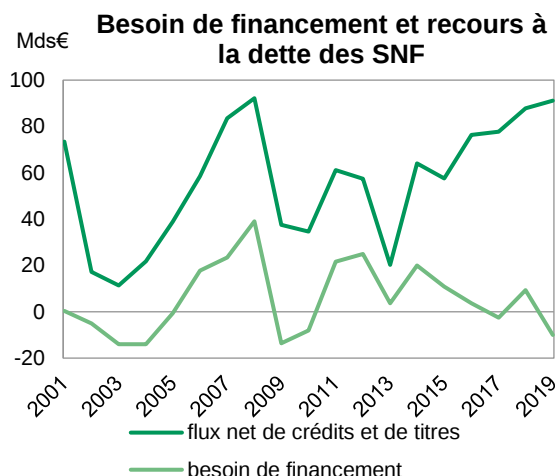
L'endettement global des entreprises (crédits bancaires et titres de marché)¹ a nettement augmenté sur les dernières années et représentait fin 2019 132,7% de la valeur ajoutée des sociétés non-financières (SNF), contre 105,2% cinq ans plus tôt. Par taille d'entreprise, on remarque une progression plus forte de l'endettement des grandes entreprises que de celui des PME, qui a eu plutôt tendance à légèrement se réduire sur les dernières années (57,3% en 2018, contre 62,2% en 2013 ; les données par taille d'entreprise, issues de la base Fiben de la Banque de France, ne sont pas encore disponibles pour 2019). La Banque de France alertait d'ailleurs déjà sur l'endettement des entreprises et notamment la montée de l'endettement de marché en juin 2019. En particulier, contrairement aux autres grands pays européens, les taux d'endettement des entreprises françaises ne se sont pas résorbés depuis la crise financière de la fin des années 2000 ; il dépasse désormais très nettement la moyenne européenne (75,9% du PIB pour la France, contre 62,5% pour la zone euro fin mars 2020, source BdF).



Source : Banque de France, Base FIBEN, Crédit Agricole SA/ECO.

Cette hausse de l'endettement s'explique notamment par une baisse continue du coût du crédit et des financements de marché en moyenne moins cher que le crédit depuis fin 2011 ; les grandes entreprises ont eu massivement recours au financements obligataires (la part du financement sur les marchés des entreprises est passée de 26% en 2008 à 37% en 2015 du total de la dette). La politique monétaire extrêmement accommodante

de la BCE sur les dernières années garantit à la fois de faibles coûts de financement et une liquidité importante sur les marchés obligataires. Cela a notamment permis aux entreprises françaises d'investir, malgré une rentabilité moins importante que dans d'autres pays de la zone euro. Entre 2015 et 2019, l'investissement des entreprises a ainsi progressé de 4,2% par an en moyenne, alors même que les entreprises ont dégagé un besoin de financement quasi systématique depuis les années 2000, c'est-à-dire des dépenses d'investissement et de stocks supérieures aux profits non distribués (2019 est une exception, compte tenu du double effet de la bascule du CICE en baisses de charges qui est venu booster temporairement les profits des entreprises). En conséquence, le recours à la dette des SNF a suivi une tendance similaire au besoin de financement jusqu'en 2016. Depuis cette date, l'écart entre les deux est croissant. Les conditions financières très avantageuses ont en effet conduit à une forte hausse de la dette, en particulier des grandes entreprises et des ETI, pour financer des acquisitions, mais aussi pour renforcer leur trésorerie, améliorant ainsi la liquidité des entreprises.



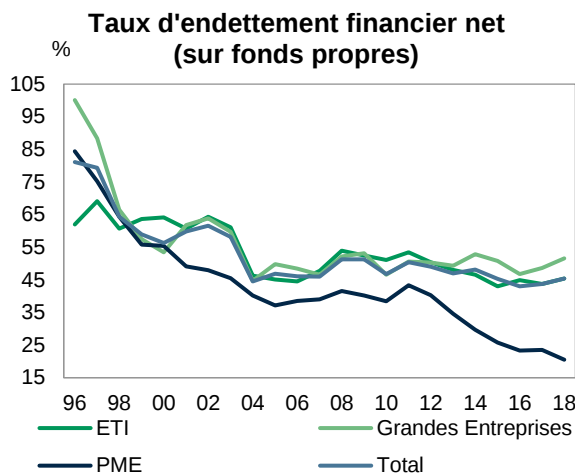
Source : Banque de France, Insee, Crédit Agricole SA/ECO.

Ainsi, on peut nuancer le caractère potentiellement alarmant de la hausse du taux d'endettement des entreprises : si on prête attention au taux d'endettement net (dette moins liquidités, estimées généralement par le poste dépôts et numéraires), nous observons même une légère baisse au niveau global et une baisse plus prononcée pour les PME. Le recours à l'endettement a donc coïncidé avec une hausse de la trésorerie des entreprises. Les réserves de cash réduisent le risque de liquidité immédiat pour les entreprises et doivent leur permettre de faire face à leurs échéances de dette et à leurs besoins de trésorerie.

Par ailleurs, en le rapportant aux fonds propres des entreprises, la hausse de l'endettement est bien

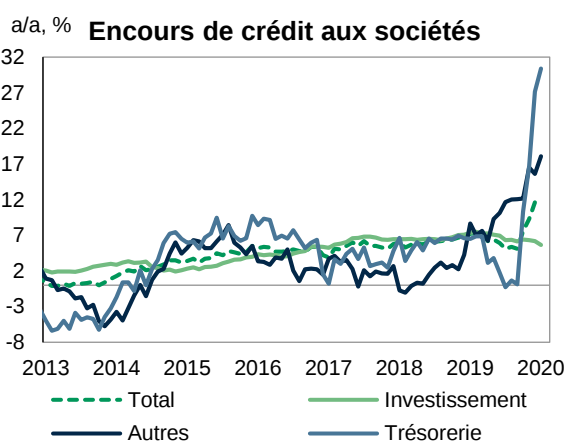
¹ La dette est consolidée des prêts intra-groupes et ne prend pas en compte les crédits clients/crédits fournisseurs.

plus modérée. Le recours à la dette s'est donc fait en parallèle d'un renforcement des capitaux des entreprises et donc d'une amélioration de leur solvabilité.



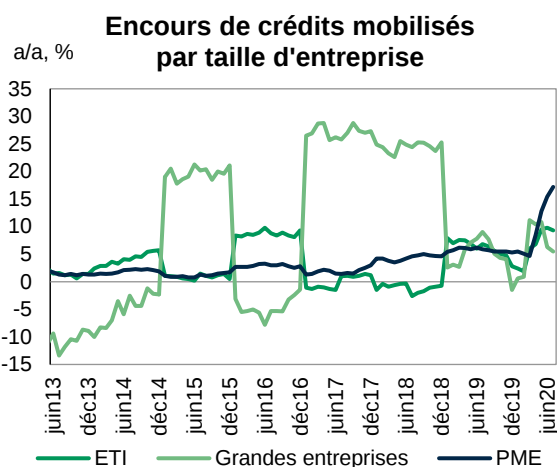
Forte hausse de l'endettement et des dépôts des entreprises depuis le début de la crise

Depuis fin mars, les encours de crédit aux sociétés non-financières ont été marqués par une forte accélération (+12,1% sur un an fin juin, contre +5,1% en février 2020). Le rythme de croissance des crédits aux entreprises est le plus élevé de la zone euro (+6,5% sur un an en moyenne). En particulier, l'encours de crédits de trésorerie a connu un rebond spectaculaire, progressant de 30,4% sur un an fin juin, alors qu'il était stable sur un an en février (+0,1%). Le crédit à l'investissement a quant à lui ralenti (+5,7% en juin sur un an, après +6,1% en février et +6,4% en mars).

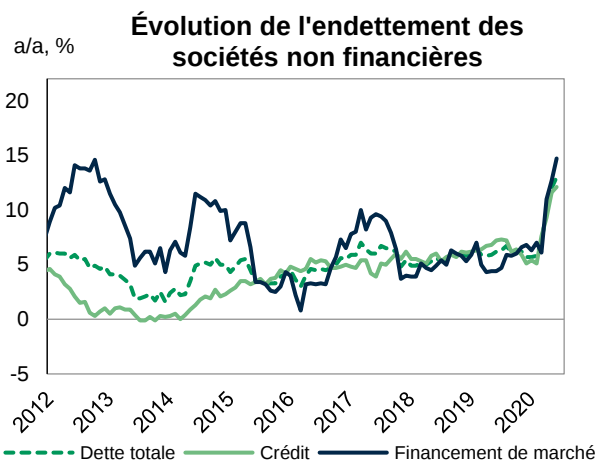


En effet, pour faire face à la baisse d'activité provoquée par le confinement, et confortées par des conditions financières toujours avantageuses pendant la crise du covid-19, les entreprises ont sollicité les banques pour sécuriser leur trésorerie : tirage sur les lignes de crédit existantes, nouvelles demandes de crédit de trésorerie via les prêts

garantis par l'Etat (PGE) et aussi utilisation des moratoires sur les remboursements. Les grandes entreprises sont celles qui ont le plus tiré sur leurs lignes de crédit au début du confinement : l'encours de crédits mobilisés des grandes entreprises a progressé de 11,1% sur un an en mars, contre 0,9% en février, et ce rythme s'est stabilisé à ce niveau avant de redescendre en juin à +6,4%. Le financement de marché a également beaucoup progressé à partir du mois d'avril (+7% en février, +6,1% en mars, +14,7% en juin sur un an pour l'encours de titres de marché) grâce notamment à la hausse des achats d'actifs par la BCE. Les PME ont, quant à elles, eu un recours massif au crédit bancaire et les encours mobilisés ont accéléré à partir d'avril (+5% en février, +4,8% en mars sur un an, +15,4% en juin).

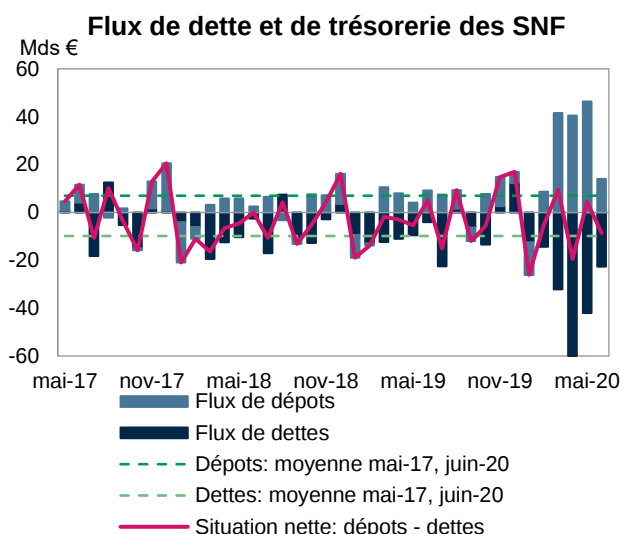


Néanmoins, les flux d'endettement ont globalement commencé à ralentir, avec une progression de la dette brute de 17,6 milliards sur un mois en juillet après 23,6 milliards en juin et jusqu'à 60 milliards en avril (contre une moyenne mensuelle de 7 Mds € en 2019), du fait surtout d'un ralentissement des émissions nettes de titres de créance.



En parallèle de la hausse forte de l'endettement des entreprises sur les derniers mois, la constitution de réserves de liquidité par les sociétés a contribué à une explosion des dépôts pour les sociétés non-financières. L'encours de dépôt a crû en juin à un rythme exceptionnel de 29,5% l'an, contre 11,1% en février. Les sociétés ont augmenté de 143 Mds € leurs dépôts nets entre les mois de mars et de juin 2020, contre 32 Mds € sur les quatre mêmes mois de 2019. Ce montant représente plus de 90% des flux nets de financement (crédit et titres) reçus sur la période.

Désormais, conjointement au ralentissement de la hausse de la dette, le flux de trésorerie tend à se modérer : avec +19,6 milliards d'euros en juillet, il a été divisé par trois depuis le mois de mai. Il se maintient cependant à un niveau élevé par rapport à la normale. Ainsi, la dette nette des entreprises, représentant la dette brute moins la trésorerie, diminue légèrement en juillet après plusieurs mois de hausse. Ce ralentissement des flux d'endettement et de trésorerie amorcé en juillet semble annoncer un début de retour à la normale concernant le financement et la trésorerie des entreprises.



Note : les flux de dettes apparaissent en signe inversé.
Source : Banque de France, Crédit Agricole SA/ECO.

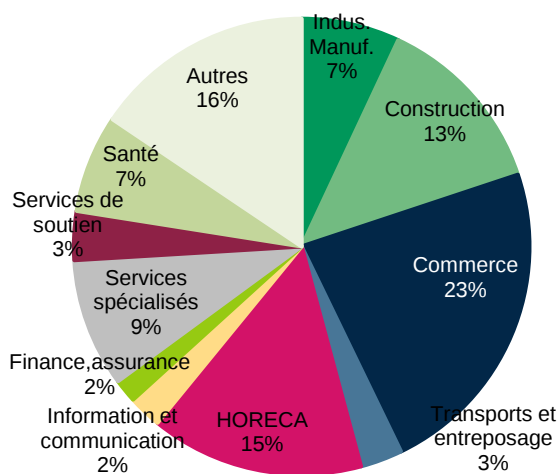
La hausse des dépôts et de l'endettement brut pendant la crise du covid-19 illustre le mécanisme « les crédits font les dépôts ». Cette évolution résulte d'une stratégie d'adaptation des entreprises face à la détérioration de leur trésorerie pendant le confinement. Le recours à l'endettement et principalement au PGE a été en grande partie utilisé pour constituer d'importantes réserves de trésorerie et pouvoir honorer le paiement des échéances au cours des prochains mois, limitant le risque immédiat de liquidité.

Vers une augmentation des défaillances ?

Le recours massif aux PGE pose la question de leur remboursement.

Au mois de mars, le gouvernement a mis en place une enveloppe de 300 Mds € de garanties de l'Etat, afin de soutenir la trésorerie des entreprises et d'offrir les assurances nécessaires aux banques pour qu'elles continuent à octroyer du crédit sans pour autant dégrader les conditions financières pour les entreprises. En effet, malgré les mesures de soutien réduisant fortement les besoins de trésorerie des entreprises (report des cotisations sociales et impôts ; remboursement du chômage partiel ; suspension des factures et loyers...) les entreprises ont continué à faire face à certains coûts (paiement des fournisseurs, coûts fixes divers...) à une période où leur chiffre d'affaires était nettement réduit. Le recours aux prêts garantis par l'Etat (PGE) a été massif depuis le mois d'avril et en ligne avec l'augmentation présentée ci-dessus du crédit aux entreprises sur les derniers mois. Au 4 septembre, 119 Mds € de PGE avaient ainsi été octroyés à près de 575 000 entreprises. Les conditions de garanties étant plus avantageuses pour les PME et les grandes entreprises ayant plus facilement recours au financement de marché, le dispositif a très majoritairement bénéficié aux TPE (50% du nombre de PGE accordés), PME (36% des prêts accordés) et dans une moindre mesure aux ETI. Par secteur, les principaux bénéficiaires des PGE ont été le commerce (23% des bénéficiaires), l'hébergement/restauration (15%) et la construction (13%). On retrouve bien les secteurs les plus touchés par la crise.

Répartition des PGE par secteur (nombre de PGE accordés)



Sources : Ministère de l'économie, Crédit Agricole S.A.

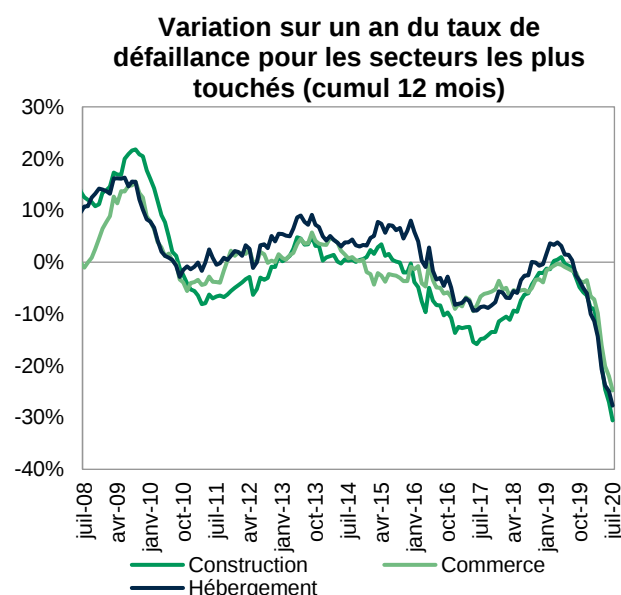
S'ils ont permis aux entreprises de faire face à leurs échéances pendant le confinement, les PGE sont également massivement venus garnir la trésorerie des entreprises comme en témoigne la hausse des dépôts présentée précédemment. Cette accumulation de liquidités pourrait cependant n'être que provisoire en vue des échéances à venir avec le remboursement des cotisations et impôts reportés et avec la hausse des besoins en fonds de roulement liée à la reprise de l'activité.

Dans les mois à venir, nous anticipons ainsi une réduction des réserves de trésorerie des entreprises. Pour les entreprises n'étant pas parvenues à constituer de réserves de trésorerie, un problème de liquidité pourrait même se poser et entraîner une hausse des défaillances.

Un premier recul artificiel avant une vague de défaillances ?

La probable hausse des défaillances ne s'est pas encore matérialisée. Depuis le début de la crise, le nombre de défaillances s'est d'ailleurs établi à des niveaux bien inférieurs à la normale. En juin 2020, elles étaient en baisse de 25,1% sur un an, d'après la Banque de France.

Ce recul est artificiel, il résulte essentiellement de l'impact de la période de confinement sur le fonctionnement des juridictions commerciales et les évolutions réglementaires qui ont modifié les dates de caractérisation et de déclaration de l'état de cessation de paiement de façon temporaire. Cette baisse s'observe dans tous les secteurs mais ne devrait être que momentanée. En parallèle, depuis le début de la crise du Covid-19, le recours massif à l'endettement dans une situation économique très dégradée a engendré une augmentation des dégradations de notes d'entreprises à un rythme soutenu et dans des proportions historiques.



Malgré les mesures de soutien adoptées depuis mars, certaines entreprises auront du mal à redémarrer leur activité. Nous anticipons une hausse marquée des défaillances à partir du quatrième trimestre 2020 et au premier semestre 2021. Selon l'assureur-crédit Euler Hermes, une augmentation de 25% du nombre de défaillances en 2021 par rapport à 2019 est attendue, ce qui constituerait une hausse record depuis 2009. L'assureur-crédit Coface établit une prévision similaire d'une hausse possible du nombre de défaillances d'entreprises de 21% en 2021 par rapport à 2019.

Dans une étude parue en juin, l'OFCE (Observatoire français des conjonctures économiques) confirme la hausse à venir des défaillances. A l'aide de données détaillées sur environ un million d'entreprises françaises, l'organisme de recherche identifie un nombre important d'entreprises disposant de faibles réserves de trésorerie. En détail, l'OFCE affirme que les mesures de soutien prises depuis mars ont permis de limiter le risque de liquidité pesant sur les entreprises et ainsi les défaillances.

Les secteurs les plus affectés par la crise (hébergement-restauration, construction, commerce, tourisme, événementiel) sont naturellement les plus exposés au risque de liquidité et d'insolvabilité. Certaines exceptions subsistent comme le secteur de la fabrication de matériels de transport dont l'activité a pourtant été fortement réduite pendant le confinement et qui peine à redémarrer. Cela dépend principalement de la taille de l'entreprise ; en effet, les secteurs de la construction ou de l'hébergement-restauration sont majoritairement constitués de TPE qui disposent d'une trésorerie moindre. Le risque de liquidité augmente également fortement pour les grandes entreprises. Cependant, ces entreprises sont souvent plus fortement capitalisées et peuvent faire face au risque de liquidité par des financements à court-terme, le risque d'insolvabilité à moyen terme progresse donc moins fortement que pour les TPE.

Plusieurs facteurs vont contribuer à la hausse des défaillances d'entreprises dans les trimestres à venir.

Tout d'abord, comme mentionné ci-dessus, les fermetures de tribunaux de commerce, le gel des procédures collectives ainsi que la suspension en mars des déclarations de cessation de paiement ont retardé l'arrivée des défaillances depuis le début de la crise. Depuis le 24 août, la règle sur les déclarations de paiement a fait son retour et les entreprises ont désormais 45 jours pour se déclarer en cessation de paiement, si elles ne parviennent pas à honorer leurs factures et faire face au cumul des échéances fiscales (suite aux reports de

cotisations sociales et d'impôts). A partir du mois d'octobre (fin du délai de 45 jours entamé au 24 août), les déclarations de cessation de paiement pourraient se multiplier.

D'autres éléments vont venir accroître les tensions sur la trésorerie d'un nombre important d'entreprises dans les mois à venir. Le redémarrage de l'activité, parfois seulement partiel du fait d'une demande toujours inférieure à ses niveaux d'avant crise s'accompagne d'une hausse des coûts pour les sociétés. La fin de la suspension des loyers et factures, l'arrêt du chômage partiel (ou sa prolongation à des conditions moins favorables) et la reprise de la production vont ainsi entraîner une hausse marquée des besoins de fonds de roulement.

En outre, le report de six mois des échéances de prêts accordé par les banques aux entreprises au mois d'avril touche à son terme et le remboursement des crédits engagés avant la crise va devoir reprendre ; les banques pourront toutefois accorder des prolongations de ces moratoires au cas par cas. De la même manière, le report des cotisations sociales et impôts accordé par le gouvernement pendant le confinement doit être en majeure partie rattrapé d'ici la fin de l'année. Environ 5 Mds€ d'exonération de cotisations sociales pour les secteurs les plus touchés par la crise ne seront cependant dus qu'en 2021. En revanche, le PGE n'est pas exigible la première année et l'entreprise peut choisir de l'amortir sur une durée de cinq ans supplémentaires. Son remboursement devrait donc peser assez peu sur la trésorerie à court terme.

Recapitaliser les entreprises viables

Alors que les PGE ont été déployés dans l'urgence, afin d'offrir un soutien immédiat aux entreprises et ont permis d'éviter une vague de faillites dès le début de la crise, ils ont été octroyés de manière large avec un taux de refus très limité.

Ainsi, les aides massives de la part des banques et du gouvernement ont fait émerger la problématique du soutien aux entreprises non viables, dites « zombies ». Les entreprises zombies sont définies par l'OCDE comme des entreprises qui ne vivraient plus et qui auraient fait faillite, si les taux d'intérêt étaient « normaux ». Le nombre d'entreprises qui survivent et qui ne participent pas à la destruction-créatrice de l'économie (processus de disparition des entreprises les moins productives permettant de réallouer leurs capacités de production vers les entreprises et secteurs productifs et rentables), freinent la croissance des entreprises les plus productives et empêchent une réallocation optimale des fonds vers les secteurs rentables est de plus en plus important. Avant la crise, le tissu économique français comptait 5,6% d'entreprises zombies selon

une étude de France Stratégie, notamment situées dans les secteurs de l'immobilier, de l'information et de la communication. Avec la crise, leur proportion risque de s'accroître.

Comme nous l'avons mentionné, si les PGE ont permis de faire face aux risques immédiats de liquidité, les risques de soutenabilité de l'endettement des entreprises vont augmenter dans les mois à venir. Il faudra alors contenir les risques financiers pour éviter aux entreprises viables et rentables de détenir une dette insoutenable qui réduira fortement leurs capacités d'emprunt et par ricochet risquerait d'entraîner un arrêt des investissements, alors même que le gouvernement mise sur une hausse de l'investissement, de la productivité et de la croissance à moyen terme pour sortir de la crise.

Pour cela, le gouvernement a prévu dans son plan « France Relance », une enveloppe de 3 Mds € (dont 2 Mds € de garanties) destinée à renforcer les fonds propres des TPE et PME viables, mais à la situation financière dégradée dans les mois à venir. Cette enveloppe devrait, selon les estimations du Trésor, permettre de lever de 10 à 20 Mds € de prêts participatifs qui ne seront pas inclus à la dette des entreprises mais comptabilisés comme des fonds propres et qui viendront donc augmenter le capital des sociétés. Ces prêts participatifs seront d'une maturité longue (au moins sept ans) et ne donneront pas lieu à une prise de participation à la gouvernance des entreprises. Les banques seront concernées par ce dispositif dans la mesure où elles devront proposer des produits d'épargne, afin d'orienter le surplus d'épargne des ménages notamment vers ces entreprises, une tâche difficile en France où les ménages sont déjà réticents à investir dans le capital des entreprises cotées. Un fonds vient d'ailleurs d'être créé pour permettre aux épargnants de renforcer les fonds propres de 1 500 PME concernées par ce fonds. Pour limiter le risque de ces produits d'épargne, les banques seront chargées d'identifier les entreprises viables éligibles à ces prêts participatifs.

La recapitalisation des entreprises vise ainsi à limiter la hausse du taux d'endettement des entreprises en renforçant leurs fonds propres afin d'éviter un freinage de l'investissement. Nous pouvons cependant souligner que sur les dernières années, la hausse de l'endettement des entreprises ne s'est pas accompagnée d'un ralentissement de l'investissement.

Le Trésor identifie un besoin de recapitalisation de 10 Mds €. Cette enveloppe peut paraître assez modeste, compte tenu de l'ampleur du recours aux PGE par les TPE, PME et ETI.

En résumé, plusieurs éléments permettent de nuancer le caractère potentiellement alarmant de la hausse, accélérée par la crise sanitaire, du taux d'endettement des entreprises. Pendant la crise, celui-ci s'est fait à conditions avantageuses. Il a permis de faire face aux échéances et garnir les trésoreries, comme le montre l'explosion des dépôts au T2 2020, la majorité des sommes empruntées n'ayant pas encore été utilisée. Cependant, nous anticipons que cette accumulation de liquidité est transitoire et qu'une réduction de ces réserves est à prévoir. Des problèmes de solvabilité pourront alors apparaître pour certaines entreprises. Nous

anticipons par ailleurs une hausse des défaillances à partir du quatrième trimestre et du début d'année 2021. L'enveloppe de 3 Mds € du plan France Relance destinée à renforcer les fonds propres des TPE et PME a ainsi pour objectif d'éviter les défaillances et les problèmes de solvabilité pour les entreprises viables. Enfin, nous anticipons une reprise disparate et un retour à la normale très différencié entre les entreprises, avec des risques de défaillance assez marqués pour les secteurs les plus touchés (commerce, hébergement/restauration et construction).