



## Conférence Annuelle de l'OFEM

20 Avril 2022

**Financement des entreprises en sortie de crise : où en est-on ?**

**Discours d'ouverture de Denis Beau, Premier sous-gouverneur**

Madame la Présidente, chère Agnès,

Mesdames et Messieurs, chers amis,

C'est avec un grand plaisir que je m'adresse à vous aujourd'hui pour un rendez-vous annuel désormais bien établi. Un rendez-vous qui est l'occasion de faire un pas de côté pour réexaminer la situation du financement des entreprises.

L'an dernier, nous avons discuté des évolutions structurelles que nous pouvions discerner avant la crise sanitaire, dressé un premier bilan de l'impact de la crise et souligné le besoin d'une « économie des fonds propres », dans le cadre européen de l'Union des Marchés de Capitaux.

L'an dernier, l'économie était en train de rattraper son niveau d'avant crise et nous nous interrogeons sur les conditions d'une reprise plus solide, plus rapide et plus durable.

Un an après, où en sommes-nous ? De mon point de vue de banquier central, j'articulerais un diagnostic sur la base de trois observations que je voudrais partager avec vous ce matin : s'il s'est confirmé que les entreprises ont bien résisté à la crise, en parallèle de la montée de l'inflation, la guerre en Ukraine a rendu les perspectives économiques moins favorables, tandis que les défis à relever demeurent bien présents et se sont même accrus.

### **1. La bonne résistance des entreprises lors de la crise [slide 2]**

Le rebond en 2021 : une tendance globale...

À partir d'une situation plutôt saine en 2019 et avec le soutien de dispositifs publics particulièrement importants (de l'ordre de 250 milliards d'euros depuis mars 2020), il est clair que les SNF ont globalement plutôt bien résisté pendant la crise.

Pour cela, les sociétés non financières se sont endettées mais 2021 a été une année de retour à la normale. Après les montants exceptionnels de 2020, les flux de dette brute (+ 52 milliards d'euros en 2021 contre + 218 milliards en 2020) et de trésorerie (+25 milliards en 2021 contre + 204 milliards en 2020) se sont normalisés. La dette nette n'a ainsi quasi pas progressé en pourcentage du PIB par rapport à la période d'avant crise : 41,4% à fin 2021, contre 40,6% fin 2019.<sup>1</sup>

... et des situations hétérogènes [slide 3]

Le constat d'ensemble ne doit toutefois pas masquer l'hétérogénéité du choc sur l'activité ni sur les structures financières. Concernant ces dernières, les PME sont structurellement plus dépendantes du crédit bancaire que les ETI et GE. La part du crédit bancaire dans l'endettement total (bancaire, obligataire, crédit-bail) est en moyenne de 86% entre 2005 et 2019 pour les PME, contre 76% pour les ETI et 33% pour les GE. Ainsi, face à la crise sanitaire, les PME ont eu un recours massif et rapide aux PGE<sup>2</sup>. A l'inverse, les ETI et GE, ont d'abord tiré sur leurs lignes de crédits mobilisables avant de recourir aux PGE et ont, par ailleurs, largement mobilisé les financements de marché, auxquels elles ont un accès relativement plus aisé.

Enfin, si le renforcement de la trésorerie a été un phénomène largement répandu (3 entreprises sur 4 ont renforcé leur trésorerie en 2020 contre 56% en 2019), on note toutefois que les entreprises qui se sont le plus endettées ne sont pas nécessairement celles qui ont accumulé de la trésorerie. Des entreprises sont ainsi sorties de la crise fragilisées. La Banque de France a décidé d'en faire un suivi attentif. Près 2 364 entreprises ont ainsi été portées par la Banque de France à l'attention des conseils départementaux à la sortie de crise et 500 rendez-vous d'accompagnement ont déjà été réalisés par son réseau. La Banque de France participe activement à ce titre, et plus généralement, aux dispositifs de détection et d'accompagnement des entreprises en difficulté en sortie de crise.

## **2. D'une crise à l'autre [slide 4]**

À fin 2021, la bonne résistance des entreprises dans la crise laissait espérer la poursuite d'une reprise robuste et une sortie des mesures de soutien à la faveur d'une normalisation de la situation sanitaire.

Toutefois au cours de l'année 2021, des vents contraires se sont levés et ont pesé sur cette reprise. L'inflation, est passée de 0% en glissement annuel au premier trimestre à près de 4 % en fin d'année. L'un des premiers facteurs de cette hausse a été l'augmentation des prix de l'énergie et en premier lieu du gaz à partir de la fin de l'été 2021. Cette augmentation est

---

<sup>1</sup> [https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2022/03/03/impact\\_crise\\_covid\\_mars-2022.pdf](https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2022/03/03/impact_crise_covid_mars-2022.pdf)

<sup>2</sup> [https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/820281\\_bdf232-7\\_credits\\_vf.pdf](https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/820281_bdf232-7_credits_vf.pdf)

cependant moins élevée en France que dans d'autres pays, avec un « bouclier tarifaire » puissant qui amène deux points d'inflation en moins. Mais il y a eu aussi les difficultés d'approvisionnement et de recrutement. Ces difficultés étaient présentes avant la guerre en Ukraine avec une perturbation persistante des chaînes de production et une détérioration de la situation en Chine. En parallèle de la montée de l'inflation, la guerre en Ukraine est venue renforcer l'incertitude économique et les risques pour la stabilité financière.

Du côté de l'activité économique, nous venons de faire une enquête de conjoncture auprès de plus de 8 000 entrepreneurs et PME dans tous les territoires, tous les secteurs. Ils nous confirment qu'après un beau redressement post-Covid, notre environnement est aujourd'hui plus incertain, Le premier trimestre devrait encore enregistrer une croissance autour de 0,25 %, mais on voit se matérialiser les premiers effets du choc induit par la guerre.

Pour les entreprises, le choc de débouchés lié à la guerre en Ukraine devrait être relativement modéré, et concentré sur certaines d'entre elles uniquement. Le choc d'approvisionnement sera probablement plus marqué et plus général, et compliqué par la reprise de la pandémie en Chine. Le renchérissement des prix de l'énergie concerne en effet toute les activités de même que le renchérissement des coûts et des difficultés d'approvisionnement.

Pour autant, certains secteurs sont plus exposés comme en atteste notre dernière enquête mensuelle de conjoncture (EMC) où les difficultés d'approvisionnement apparaissent plus fortes pour l'industrie agro-alimentaire (progression de + 14 points du solde d'opinion), très exposée à l'Ukraine et à la Russie, mais aussi pour les autres produits industriels (+ 12 points) et l'automobile (+ 10 points).

Du côté de la stabilité financière, les impacts immédiats ont été limités compte tenu de la faible exposition directe de l'économie et du secteur financier français à la Russie et à l'Ukraine. En effet, non seulement les échanges commerciaux avec la Russie et l'Ukraine sont d'un montant relativement faible mais, bien que présentant parfois une concentration sectorielle assez forte, les investissements directs des entreprises françaises, les crédits octroyés et les titres détenus par les institutions financières françaises représentent également une part très limitée à l'actif des différents secteurs. Parallèlement, les ajustements et la volatilité observés sur les marchés depuis le début du conflit ont été absorbés sans que ces tensions ne dégénèrent.

Néanmoins, des effets de second tour aussi bien financiers qu'économiques ne peuvent pas être exclus. De ce point de vue, l'épicentre du choc se situe dans les marchés de matières premières (gaz et pétrole mais également matières premières alimentaires et minéraux). Autrement dit le choc provoqué par la guerre en Ukraine est beaucoup moins brutal que le choc Covid d'il y a deux ans mais il pourrait durer plus longtemps, peser sur notre rythme de croissance et entretenir en France une inflation à 4 ou 5% pendant de nombreux mois.

### 3. Les défis auxquels font face les entreprises et leurs financeurs

La situation à laquelle nous sommes confrontés est donc nettement moins favorable que celle que nous pouvions espérer l'an dernier tandis que les défis restent majeurs. Permettez-moi d'en évoquer particulièrement trois auxquels devront répondre les entreprises.

#### Une possible remontée durable des taux d'intérêt [\[slide 5\]](#)

Dans l'environnement actuel d'inflation élevée et d'incertitude forte quant à l'évolution de l'inflation et de la situation économique (y compris géopolitique) à moyen terme, les conditions de financement ne se sont pour l'instant que très modérément resserrées, les titres des entreprises bien notées, par exemple, traitant dans leur immense majorité sous 2 %. Toutefois, la BCE a précisé en avril qu'elle gardera toute optionalité, progressivité et flexibilité dans la conduite de la politique monétaire : elle ajustera donc l'orientation de sa politique monétaire en fonction des données (« data-driven »), de manière progressive et en s'accordant une pleine optionalité pour stabiliser l'inflation à 2% à moyen terme. Et elle a confirmé son intention de cesser ses achats nets de titres, très probablement au troisième trimestre.

Ainsi, après une longue période de taux d'intérêt très bas et une période plus longue encore de baisse des taux, les marchés financiers anticipent désormais une nouvelle phase de normalisation de la politique monétaire et des conditions de financement, alors que les entreprises sont sensiblement plus endettées qu'elles ne l'étaient il y a une quinzaine d'année.

La remontée des taux n'apparaît pas comme une menace à court terme pour les entreprises. Les refinancements auxquels elles ont procédé juste avant la crise covid et, parfois, plus récemment encore, leur offrent de l'espace tandis que la structure de leur endettement pour les deux tiers à taux fixe, les prémunit à court terme. Néanmoins, l'éventualité d'une hausse des taux d'intérêt doit être anticipée pour que l'augmentation de la charge de la dette ne conduise pas à des arbitrages préjudiciables à l'investissement et à la préparation de l'avenir.

Une remontée des taux d'intérêt sera aussi le test de la robustesse de l'écosystème du financement en dette par le marché qui a été progressivement construit depuis une dizaine d'années. Si la baisse des taux d'intérêt était particulièrement propice à une forme de désintermédiation du financement des ETI, j'ai souvent indiqué qu'une telle évolution n'était soutenable et souhaitable que s'il ne s'agissait pas seulement d'un arbitrage opportuniste mais de la construction d'une offre de financement qui saurait démontrer sa valeur ajoutée et sa capacité à traverser aussi bien les cycles de défaut que les cycles de taux.

#### Consolider l'offre de fonds propres externe pour surmonter le ralentissement de la génération interne de fonds propres [\[slide 6\]](#)

Fondamentale hier pour la reprise, l'offre de fonds propres externe est critique alors qu'une remontée des taux d'intérêt peut rendre plus précaire la situation des entreprises les plus endettées et qu'un ralentissement de l'activité contraindra la génération de fonds propres par la mise en réserve des résultats, qui est et reste la modalité la plus courante du financement en fonds propres.

De ce point de vue, l'année 2021 a plutôt constitué une bonne, voire une très bonne, surprise : bonne tenue des valorisations, année remarquable en matière d'introduction en bourse, collecte record pour les fonds de capital investissement, succès avéré des ajustements réalisés pour permettre un investissement plus facile des particuliers dans ces fonds, etc.

Ces évolutions appellent parfois un commentaire nuancé et, de ce point de vue, la fin du phénomène des SPAC qui présentaient beaucoup des symptômes d'une exubérance manifeste est tout à fait bienvenue, comme l'est également la bonne tenue des primes de risque « action » qui, sans nous prémunir contre une correction des prix, suggèrent que les valorisations élevées sont un peu moins précaires que ne le suggèrent les *Price Earnings Ratios*.

Mais, au-delà de la prudence dont on ne saurait se départir, on peut voir ici les signes qu'on espère annonciateurs de cette « économie des fonds propres » que nous appelons de nos vœux à la Banque de France. Si une hirondelle ne fait pas le printemps et bien que nous ne soyons pas arrivés au terme de ce chantier, au moins doit-on saluer ces progrès et tirer le maximum de ces circonstances porteuses.

Ne pas perdre de vue les enjeux de long terme : transition climatique et transition numérique  
[\[slide 7\]](#)

Le troisième défi est de préparer des enjeux de long terme, qu'il s'agisse de la transition vers une économie neutre en carbone ou pleinement digitalisée. Je parle d'enjeux de long terme parce qu'il s'agit de phénomènes qui imprimeront une marque très durable sur nos modes de production, de consommation et, plus généralement, nos modes de vies.

Mais ne nous méprenons pas : le changement qu'ils impliquent est un défi immédiat.

Sur le plan climatique, le GIEC a rappelé qu'il était indispensable de maintenir le changement climatique autour de +1,5°C. Indispensable et possible – à la condition de ne pas attendre : au rythme actuel, il nous reste moins de cinq ans de budget carbone avant que l'atteinte de cet objectif ne devienne très aléatoire. De ce point de vue, la crise énergétique amplifiée par la guerre en Ukraine nous place face à une alternative brutale : elle peut être l'opportunité inespérée d'accélérer la transition climatique comme la cause d'un retard dramatique.

De manière analogue, en matière de transition numérique de nos économies, la crise sanitaire et l'essor du télétravail ont obligé à une accélération de la transformation de nos modes de travail,

de nos comportements d'achat, et de l'équipement numérique. Parallèlement, un mouvement de réindustrialisation se dessine mais reste conditionné par le déploiement de solutions (en particulier, la robotisation) qui permettent de ne pas réduire les arbitrages à la seule question du coût du travail. Alors que la numérisation tardait à se faire, elle s'est engagée et peut s'accélérer.

Cependant, dans un cas comme dans l'autre, et je conclurai mon propos sur ce point, la réponse à ces enjeux implique une réflexion stratégique sur les modèles d'affaires et les organisations ainsi que des financements permettant de mettre en œuvre les investissements nécessaires. Qu'il s'agisse de réflexion stratégique comme de financement des investissements, les financeurs, au premier rang desquels les investisseurs en fonds propres, ont un rôle important d'accompagnement à jouer.