

## 2. Les entreprises françaises face à la hausse des taux

Par Lucille Collet, Aurélien Espic, Lisa Kerdelhué

**Depuis l'été 2022, les entreprises non financières françaises ont dû faire face à une hausse historique de leurs coûts d'emprunt.** Ce chapitre fait tout d'abord le bilan de la transmission de la hausse des taux aux entreprises au cours de l'année 2023. La transmission des taux monétaires aux taux des nouveaux crédits aux entreprises françaises n'a pas été immédiate mais, à la mi-2024, elle semble achevée (cf. chapitre 1). L'endettement des entreprises françaises étant largement à taux fixe<sup>68</sup>, la transmission de la hausse des taux aux agrégats macroéconomiques est cependant toujours en cours (cf. chapitre 1), et se matérialise à mesure que les entreprises font face à de nouveaux besoins de financement et que l'activité ralentit.

**Le chapitre esquisse ensuite quelques perspectives à court terme, sur la base de la situation individuelle des entreprises françaises et européennes cotées en Bourse à fin 2023.** Ainsi, à partir de 2022, le service de la dette a représenté un poids croissant pour ces entreprises<sup>69</sup>; cette vulnérabilité pourrait s'accroître en 2024, en fonction des différents scénarios envisagés<sup>70</sup>, en raison du refinancement progressif du stock de dettes à des taux plus élevés. Toutefois, ce niveau de vulnérabilité est contrebalancé par des niveaux élevés de trésorerie qui donnent aux entreprises françaises des marges de manœuvre, de sorte que le nombre de grandes entreprises françaises qui apparaissent *in fine* comme risquées au regard des taux d'intérêt plus élevés semble limité. Les entreprises considérées comme vulnérables, en raison d'un fort endettement et d'un faible ratio de couverture de leurs charges d'intérêt, se financent à des taux plus élevés que les autres sur les marchés, mais elles bénéficient de conditions de financement stables, dans un contexte d'appétit pour le risque, et d'une base d'investisseurs diversifiés.

**Ainsi, même si certaines situations de fragilité pourraient s'accroître à court terme, les grandes entreprises françaises apparaissent dans leur ensemble résilientes face à des taux d'intérêt plus élevés, notamment en raison d'une trésorerie solide qui leur donne des marges de manœuvre.** Les conditions de financement des entreprises non financières et leur capacité de remboursement de leur dette pourraient toutefois se détériorer dans un scénario économique plus négatif dans lequel les taux resteraient élevés, ou en cas de dégradation des conditions de marché.

### 2.1 La transmission de la politique monétaire aux entreprises

**La transmission de la politique monétaire aux entreprises non financières françaises se poursuit de manière progressive**

**En France, la structure de financement à taux fixe et à maturité longue a protégé les sociétés non financières (SNF) de la hausse rapide des taux, mais les expose à une hausse du coût de l'endettement plus progressive, mais aussi plus persistante.** La part de la dette à taux variable représente seulement 22 % de l'encours total de dette en décembre 2023 (cf. graphique 2.1). Cette faible proportion, stable dans le temps, s'explique en partie par la prégnance de la dette de marché, plus largement à taux fixe que la dette bancaire (cf. graphique 2.2).

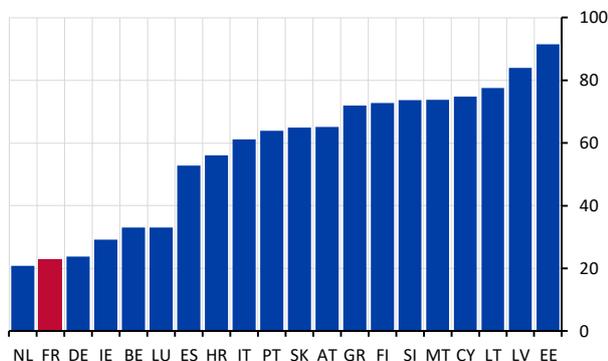
<sup>68</sup> Cf. [Structure de dette et hausse des taux, le cas des entreprises européennes](#) | Banque de France ([banque-france.fr](https://www.banque-france.fr))

<sup>69</sup> Ce diagnostic n'est cependant pas applicable aux PME (cf. encadré 2.1).

<sup>70</sup> Ces scénarios se fondent sur les projections macroéconomiques de la Banque de France de décembre 2023, et sur des hypothèses quant à l'évolution du coût de financement des grandes entreprises françaises.

**Graphique 2.1 : Part de l'encours de dette à taux variable**

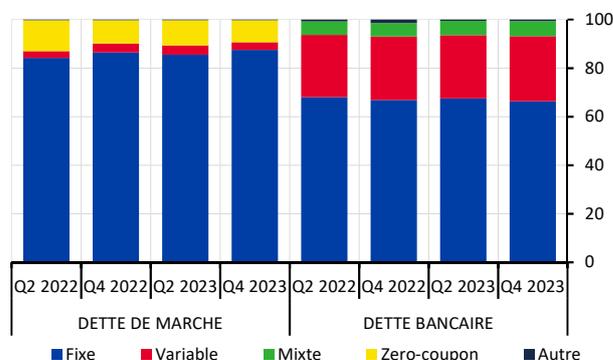
x : pays / y : part de l'encours de dette, en %



Champ : sociétés non-financières de la zone euro, décembre 2023  
Sources : Anacredit, CSDB

**Graphique 2.2 : Structure de taux de la dette des entreprises françaises**

x : axe temporel / y : part de l'encours de dette, en %

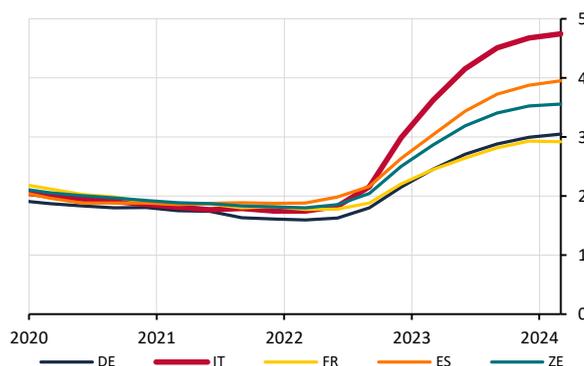


Champ : sociétés non-financières de la zone euro  
Sources : Anacredit, CSDB  
Note : en France, le financement des entreprises est composé à 66% de crédit bancaire et à 34% de titres de dette<sup>71</sup>

Si l'entreprise choisit de refinancer sa dette, le coût moyen de l'emprunt peut augmenter à mesure que les encours de dette à taux fixe arrivent à échéance. Cette augmentation dépendra de la maturité du prêt ainsi que des modalités d'amortissement et des évolutions de taux<sup>72</sup>. Cette hausse progressive du coût de l'endettement se reflète notamment sur le coût du financement bancaire en France (cf. graphique 2.3). Le taux moyen de l'encours en Allemagne et en France, en mars 2024, est inférieur d'environ 60 points de base au taux moyen en zone euro, du fait de l'importance de la part de prêts à taux fixe et à maturité longue dans ces deux pays<sup>73</sup>.

**Graphique 2.3 : Coût moyen de l'encours de dette bancaire et titres émis**

x : date / y : taux d'intérêt, en %



Champ : sociétés non-financières de la zone euro  
Notes : Les bases de données détaillées ne couvrent qu'une partie du montant du passif portant intérêt des entreprises tel qu'il peut être suivi à partir des comptes sectoriels établis par la comptabilité nationale.  
Sources : BCE (AnaCredit, CSDB), calculs des auteurs, Structure de dette et hausse des taux, le cas des entreprises européennes | Banque de France ([banque-france.fr](https://www.banque-france.fr))

<sup>71</sup> Financement des entreprises Mar 2024 | Banque de France ([banque-france.fr](https://www.banque-france.fr))

<sup>72</sup> Cf. Structure de dette et hausse des taux, le cas des entreprises européennes | Banque de France ([banque-france.fr](https://www.banque-france.fr))

<sup>73</sup> Le taux moyen d'emprunt français pourrait rester inférieur au taux moyen de la zone euro, car d'autres facteurs structurels peuvent expliquer la différence de taux moyen des prêts bancaires aux SNF des pays de la zone euro.

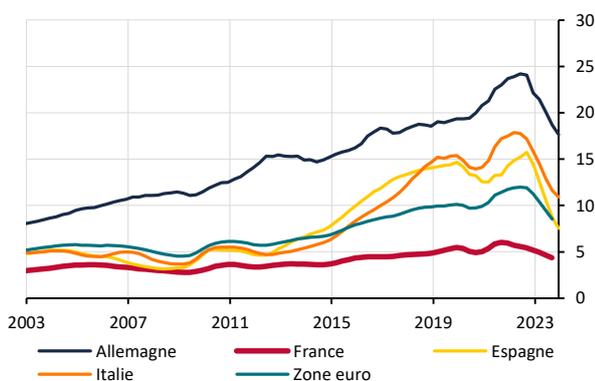
## Le niveau élevé de trésorerie compense partiellement la hausse des coûts de l'emprunt, préservant ainsi les capacités de remboursement des entreprises au niveau macroéconomique

La pression à la hausse sur les taux pèse sur le ratio de couverture des frais financiers (*Interest Coverage Ratio* - ICR) des entreprises françaises comme des entreprises des autres grands pays de la zone euro (cf. graphique 2.4). L'ICR permet d'évaluer la capacité d'une entreprise à payer les intérêts sur sa dette. Les frais financiers ont progressé avec la remontée des taux d'intérêt. Toutefois, le taux de marge<sup>74</sup> (soit la part de l'excédent brut d'exploitation (EBE) dans la valeur ajoutée) a été préservé au niveau macroéconomique en France. Le taux de marge des entreprises, qui s'était replié à 31 % en 2022 avec la fin des mesures de soutien liées à la crise sanitaire, a rebondi à 32,7 % en 2023 (moyenne de 31,4 % sur la période 2000–2022)<sup>75,76</sup>. L'ICR, calculé sur la base des comptes nationaux comme l'EBE rapporté aux intérêts à payer, est structurellement plus faible en France que dans les autres grands pays de la zone euro, du fait du poids des intérêts liés au crédit intragroupe des multinationales<sup>77</sup>, relativement important face au revenu<sup>78</sup>.

Reste que la trésorerie relativement élevée des SNF françaises est un facteur de résilience face à la hausse des taux : sa rémunération a permis, toutes choses égales par ailleurs, d'amortir l'augmentation du poids du financement de la dette. Le ratio de trésorerie (ou actifs liquides) sur dette permet d'approximer les coussins de liquidité au niveau macroéconomique (cf. graphique 2.5). En France, le volume de trésorerie des entreprises était stable entre 2022 et 2023 (cf. graphique 2.6), la baisse progressive du ratio de trésorerie en France entre 2021 et 2023 s'explique donc par une légère progression de l'encours de dette nominale.

Graphique 2.4 : ICR brut

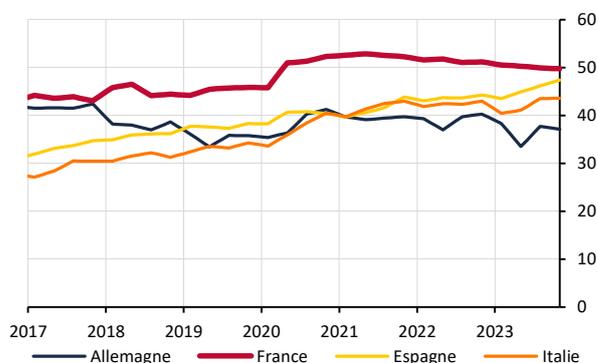
x : date / y : excédent brut d'exploitation et revenus mixtes / intérêts à payer



Champ : sociétés non-financières de la zone euro,  
Dernier point : T3 2023  
Sources : BCE, QSA

Graphique 2.5 : Coussins de trésorerie brute

x : axe temporel / y : Trésorerie<sup>79</sup>/Dette, en %



Champ : sociétés non-financières de la zone euro,  
Dernier point : T4 2023  
Sources : BCE, QSA

<sup>74</sup> Le taux de marge reporte ce qu'il reste à l'entreprise après la rémunération de la main d'œuvre et le paiement des impôts de production net des subventions. Il s'explique en général par la mise en œuvre d'un capital d'exploitation important ; il n'implique pas nécessairement une rentabilité économique forte (l'EBE devant alors être rapporté à ce capital d'exploitation), mais il peut permettre de financer les investissements. Quoique fondé en grande partie sur la statistique d'entreprises pour estimer le compte des sociétés non financières (SNF), le taux de marge issu de la comptabilité nationale diffère sur plusieurs aspects conceptuels de celui de la statistique d'entreprises. Par exemple, dans la mesure de la comptabilité nationale, il est augmenté de l'activité dissimulée par certaines entreprises (Insee, 2024).

<sup>75</sup> [Taux de marge, d'investissement et d'autofinancement des sociétés non financières - France - TABLEAU DE BORD DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE \(insee.fr\)](#)

<sup>76</sup> Part de l'excédent brut d'exploitation (EBE) dans la valeur ajoutée au coût des facteurs (VACF).

<sup>77</sup> [Rise in interest rates: European companies will not be affected at the same pace \(banque-france.fr\)](#)

<sup>78</sup> Les intérêts liés au crédit interentreprises ne sont pas déduits dans le calcul des frais financiers des comptes sectoriels.

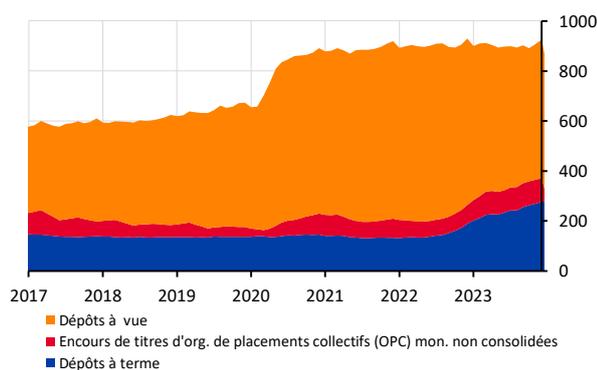
<sup>79</sup> La trésorerie est composée des parts dans les MMF, des dépôts à vue et à terme.

En 2022 et 2023, la perception des chefs d'entreprise sur leur situation de trésorerie s'est dégradée par rapport à la tendance historique (2014-2024) de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France. Le maintien du niveau de trésorerie au niveau macroéconomique peut en effet masquer des situations individuelles plus contrastées, car la hausse des coûts de production et des coûts d'emprunt affecte différemment les entreprises en fonction de leur niveau de trésorerie individuel (cf. section 2, pour une analyse de l'hétérogénéité entre entreprises). Il est également probable que les entreprises aient révisé à la hausse leur niveau cible de trésorerie de précaution, dans un contexte d'incertitudes accrues, d'inflation récente et de renchérissement des coûts de financement.

La hausse des taux incite les entreprises à réallouer leur trésorerie vers des dépôts ou des instruments financiers porteurs d'intérêts (cf. graphique 2.7). Le flux net d'intérêt sur le revenu, c'est-à-dire la charge d'intérêts à payer nette des intérêts à recevoir rapportée aux revenus brut d'exploitation<sup>80</sup>, était relativement stable en zone euro entre 2017 et 2023. On observe toutefois une hétérogénéité entre les grands pays de la zone euro. Ce flux était négatif en France en 2022, la trésorerie rémunératrice permettant d'estomper les effets de la hausse des taux. Le rebond du flux net d'intérêts en 2023 en France s'explique par deux facteurs : la hausse des taux directeurs s'est répercutée avec retard sur les intérêts à payer par rapport aux autres pays de la zone euro, et les intérêts à recevoir se sont stabilisés. En revanche, la stabilité de ce flux pour les entreprises allemandes illustre les bénéfices de leur épargne accumulée.

Graphique 2.6 : Sources de trésorerie des SNF en France

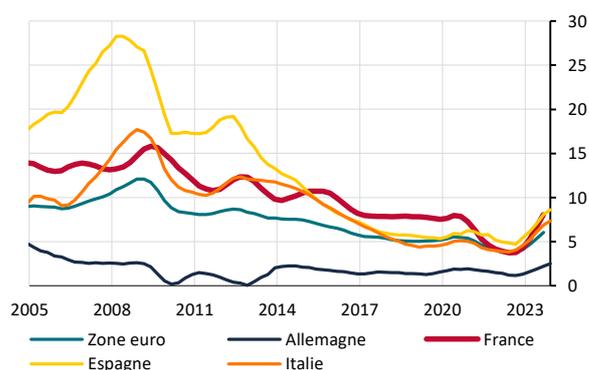
x : date / y : milliards d'euros



Champ : sociétés non-financières de la zone euro,  
Dernier point : T4 2023  
Sources : BCE, QSA

Graphique 2.5 : Flux nets d'intérêts sur revenu

x : axe temporel / y : (intérêts à payer – intérêts à recevoir) / excédent brut d'exploitation



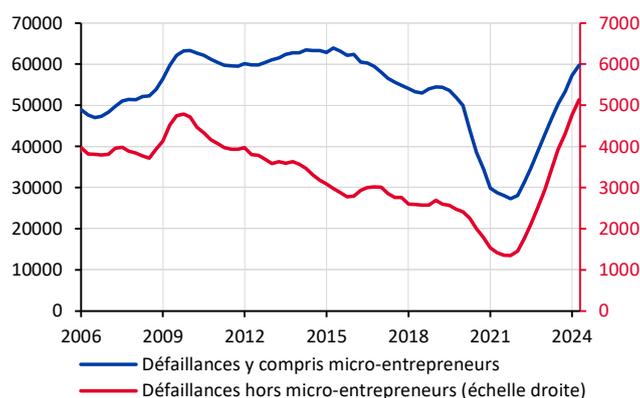
Champ : sociétés non-financières de la zone euro,  
Dernier point : T3 2023  
Sources : BCE, QSA

Cependant, la hausse des coûts de remboursement de la dette peut peser de manière inégale sur les entreprises. Les SNF disposant de coussins de liquidité plus limités, ou faisant face à une hausse accrue des coûts de production et de financement sans possibilité de transmission au prix de vente final, sont plus vulnérables. Le nombre de défaillances, et particulièrement de défaillances hors microentreprises, continue son mouvement de rattrapage et dépasse son niveau moyen entre 2010 et 2019 hors microentreprises (cf. graphique 2.8). Les indicateurs d'un risque de crédit accru pour les SNF françaises progressent mais restent contenus (cf. chapitre 1., section 1.2).

<sup>80</sup> Les revenus mixtes, issus des activités de production avant prise en compte des intérêts, loyers ou charges payés ou perçus pour l'utilisation des actifs, sont inclus. Le revenu mixte est la rémunération du travail effectué par le propriétaire (ou par les membres de sa famille) d'une entreprise sans personnalité morale (par exemple, lorsque la personnalité juridique n'est pas différente de celle de leur propriétaire). Ce revenu mixte ne peut être distingué du profit entrepreneurial du propriétaire.

**Graphique 2.8 : Défaillances des entreprises françaises par taille**

x : date / y : nombre de défaillance (unités légales)



Sources : Banque de France, calculs Banque de France

Dernier point : avril 2024

## L'accès au financement des entreprises non financières au niveau macroéconomique apparaît résilient également

**La transmission de la politique monétaire entraîne une modification du mix de financement des SNF et permet une diminution du niveau de levier au niveau macroéconomique.** Les entreprises se financent de cinq manières principales : les prêts bancaires, l'émission de titres de dette à différentes maturités (marché monétaire et obligataire), le crédit inter-entreprises, l'autofinancement et la levée de fonds propres (marché actions)<sup>81</sup>. La remontée des taux renchérit le coût du financement par la dette et peut pousser les entreprises à privilégier l'autofinancement. La baisse en cours du levier des entreprises s'explique par l'effet cumulé du ralentissement de la croissance du crédit bancaire et de la dette obligataire et la hausse plus importante des capitaux propres.

**Le taux de croissance du crédit des banques françaises aux SNF françaises, qui représente 30 % du crédit des banques de la zone aux SNF de la zone euro, est resté positif en 2023.** Il atteint son niveau le plus bas depuis 2014 en France, mais reste supérieur à la moyenne de la zone euro (cf. graphique 2.10). En France, comme dans le reste de la zone euro, les banques rapportent une baisse de la demande de crédits des entreprises depuis le premier trimestre 2023<sup>82</sup>, mais la part d'entreprises déclarant obtenir les crédits demandés reste stable et élevée en France<sup>83</sup>.

**Le financement de marché des SNF françaises, qui correspond à 40 % du financement des SNF de la zone euro, a fortement ralenti en 2022-2023, du fait d'une transmission plus rapide de la politique monétaire aux taux de marché qu'aux taux bancaires.** On observe cependant un rattrapage de financement de marché depuis début 2023, dans un contexte où les taux de marché sont redevenus relativement plus faibles que les taux des nouveaux crédits, ce qui compense partiellement le ralentissement du crédit. Le coût du financement sous forme de titres de dette est passé de 4,39 % en septembre 2023 à 3,82 % en avril 2024 alors que le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits aux SNF, relativement stable depuis novembre 2023, s'établit à 4,76 %<sup>84</sup>. Les taux de croissance du financement de marché sont alignés dans les grands pays de la zone euro, à l'exception de l'Italie, où le rattrapage est plus rapide (cf. graphique 2.10).

**La baisse du levier, c'est-à-dire la dette totale rapportée aux capitaux propres dans les comptes nationaux, contribue également à la résilience des SNF.** Le ratio de levier français suit non seulement une tendance à la baisse, mais il est aussi plus bas en France que dans les autres grands pays de la zone euro (cf. graphique 2.11). La

<sup>81</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230419~09fe9b3295.en.html>. D'autres sources, comme le crédit non-bancaire, existent.

<sup>82</sup> [The euro area bank lending survey - Fourth quarter of 2023 \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230419~09fe9b3295.en.html)

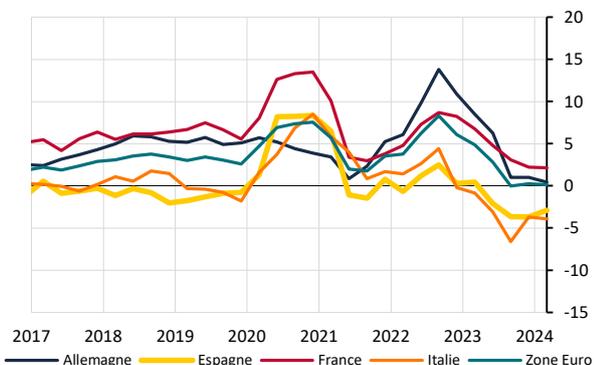
<sup>83</sup> [Accès des entreprises au crédit 2024T1 | Banque de France \(banque-france.fr\)](https://www.banque-france.fr/fr/actualites/acc%C3%A8s-des-entreprises-au-cr%C3%A9dit-2024t1)

<sup>84</sup> [Financement des entreprises Mar 2024 | Banque de France \(banque-france.fr\)](https://www.banque-france.fr/fr/actualites/financement-des-entreprises-mar-2024)

hausse du financement par capitaux propres, que ce soit par accumulation des bénéfices passés ou par levée de fonds externes, limite l'exposition des entreprises au risque de taux (cf. graphique 2.12).

**Graphique 2.9 : Croissance des encours de crédit bancaire**

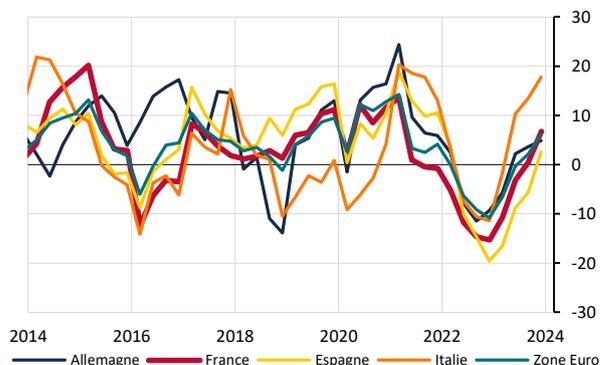
x : date / y : glissement annuel, % des encours<sup>85</sup>



Champ : sociétés non-financières de la zone euro,  
Dernier point : T1 2024  
Sources : BCE, QSA

**Graphique 2.10 : Croissance des encours de financement de marché**

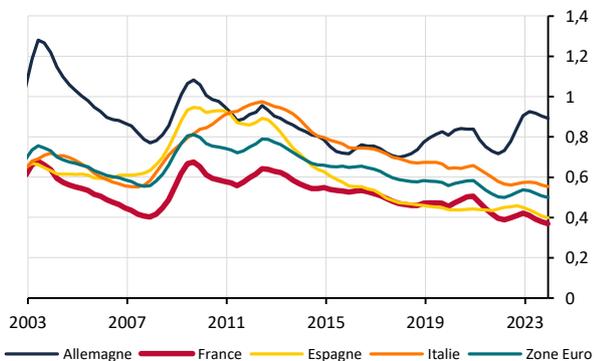
x : date / y : glissement annuel, %, encours brut de titres de créances des SNF françaises non consolidé, valorisé d'après les règles du système des comptes nationaux<sup>86</sup>



Champ : sociétés non-financières de la zone euro,  
Dernier point : T4 2023  
Sources : BCE, QSA

**Graphique 2.11 : Ratio de levier**

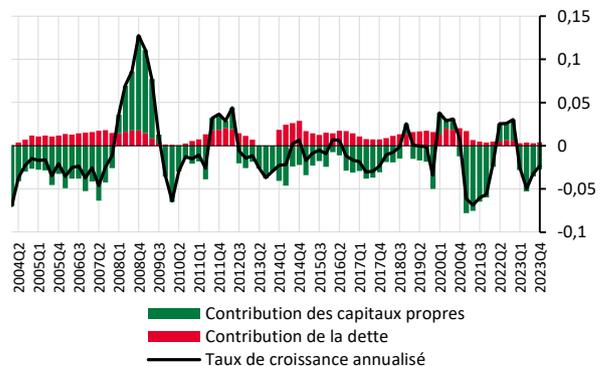
x : date / y : dette totale / capitaux propres



Champ : sociétés non-financières de la zone euro,  
Dernier point : T4 2023  
Sources : BCE, QSA

**Graphique 2.12 : Ratio de levier des entreprises françaises – Contribution de la dette et des capitaux propres**

x : date / y : dette totale / capitaux propres



Champ : sociétés non-financières de la zone euro,  
Dernier point : T4 2023  
Sources : BCE, QSA

<sup>85</sup> Le calcul du taux de croissance se réfère à un indice de stocks notionnels, plutôt qu'aux encours directement, permettant de présenter les évolutions des séries sans les effets que des non-transactions auraient sur les taux de croissance des stocks.

<sup>86</sup> Les encours de titres de créances doivent être valorisés à leur valeur de marché (F.8 Valuation of Debt Securities at Both Market and Nominal Value, IMF Committee on Balance of Payments Statistics)

## 2.2 Des situations hétérogènes qui nécessitent une approche granulaire

**La sensibilité des entreprises à la hausse des taux ne peut cependant s'évaluer au seul niveau macroéconomique.** En effet, certaines poches de vulnérabilités peuvent persister et représenter des risques pour la stabilité financière, en particulier en fonction de la taille des entreprises vulnérables et de leurs interconnexions avec leur environnement et le système financier. Ainsi, les difficultés d'une grande entreprise peuvent affecter ses fournisseurs, alors en manque de débouchés, ou ses clients, qui doivent trouver d'autres sources d'approvisionnements. De plus, les besoins de financement de ces entreprises peuvent connecter entre eux différents intermédiaires financiers, et ainsi amplifier d'éventuelles vulnérabilités<sup>87</sup>. Enfin, les intermédiaires financiers français peuvent être exposés à des entreprises étrangères, notamment par des titres de marché, ce qui demande d'étendre l'analyse au-delà de la seule situation française. Cette section détaille donc sur la situation des entreprises cotées en Bourse à partir de leurs bilans consolidés, permettant de comparer les entreprises françaises aux autres entreprises européennes à fin 2023.

### Le nombre de grandes entreprises vulnérables au niveau des taux d'intérêt est en hausse en 2023

**Cette partie étudie l'exposition des grandes entreprises à un sous-ensemble de vulnérabilités liées au niveau des taux d'intérêt.** Le niveau d'endettement d'une entreprise peut être évalué à l'aune de deux ratios financiers<sup>88</sup> : l'ICR, défini ici comme l'EBIT (*Earnings Before Interests and Taxes*) rapporté aux intérêts payés, et un ratio de solvabilité, défini ici comme le rapport entre la dette financière et les bénéfices avant intérêts, impôts et amortissement (*Earnings Before Interests, Taxes and Amortization*, EBITDA). Ce dernier ratio rapporte le niveau d'endettement aux bénéfices tirés de l'activité de l'entreprise. Il participe à l'évaluation de la solvabilité d'une entreprise, indépendamment du scénario de taux. Un ICR inférieur à trois et un ratio de solvabilité supérieur à quatre<sup>89</sup> sont traditionnellement considérés comme des premiers seuils d'alerte<sup>90</sup>. Une entreprise peut être considérée comme *a priori* vulnérable à la hausse des taux à partir du moment où ces deux seuils d'alerte sont simultanément dépassés, indiquant un service de la dette élevé. Toutefois, l'analyse des risques d'une entreprise est par essence multifactorielle, ce niveau de vulnérabilité n'est donc pas nécessairement le signe d'un risque de défaut imminent pour l'entreprise : il indique plutôt qu'il est probable qu'elle doive ajuster son bilan et son activité pour conserver des ratios d'endettement acceptables pour ses créanciers et ses actionnaires.

**L'analyse de l'hétérogénéité des SNF face au risque de taux nécessite l'utilisation de données bilancielles granulaires.** Pour faciliter les comparaisons européennes, l'analyse des sections 2 et 3 repose sur les bilans d'entreprises cotées européennes, dont les bilans sont disponibles pour chaque année entre 2019 et 2023. L'échantillon est composé de 2 752 entreprises, dont 261 entreprises françaises, 278 entreprises allemandes et 247 entreprises britanniques. Ces entreprises représentent une part importante de la dette des SNF calculée à partir de la comptabilité nationale. En France, on identifie 756 milliards d'euros de dette financière portée par les entreprises de l'échantillon, soit environ 35 % de la dette des SNF françaises (le taux de couverture est identique pour la zone euro)<sup>91</sup>.

**Les niveaux d'endettement à l'aune de ces ratios peuvent être très hétérogènes d'une entreprise à l'autre.** Ainsi, en France, la part des entreprises cotées ayant un ICR compris entre 0 et 3 a augmenté entre 2019 et 2023, mais la part des entreprises avec un ICR négatif a elle diminué (cf. graphique 2.13). En revanche, dans le reste de l'Europe, si la part des entreprises avec un ICR compris entre 0 et 3 a également augmenté entre 2019 et 2023, la part des entreprises avec un ratio négatif est restée stable (cf. graphique 2.14). La part des entreprises cotées avec un ratio de solvabilité supérieur à 4 a elle diminué entre 2019 et 2023, en France comme en Europe.

<sup>87</sup> [Les grandes entreprises très endettées : un risque systémique ? | Banque de France \(banque-france.fr\)](#).

<sup>88</sup> Ces ratios et leurs seuils associés sont standards parmi les études de stabilité financière, comme par exemple la dernière *Financial Stability Review* de la BCE ou [cette étude de la FED](#).

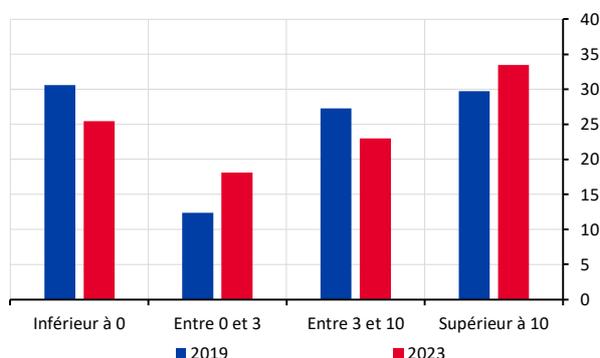
<sup>89</sup> Ou inférieur à 0 en cas d'EBITDA négatif.

<sup>90</sup> [Guidance on leveraged transactions \(europa.eu\)](#).

<sup>91</sup> L'échantillon ne se restreignant pas aux entreprises au plus haut niveau de consolidation, ces chiffres sont à prendre avec précaution, certaines dettes pouvant être comptées plusieurs fois et le périmètre géographique varie d'une source à l'autre (la comptabilité nationale inclut l'endettement porté par les filiales françaises de groupe étranger mais cela exclut l'endettement des filiales étrangères de groupes français).

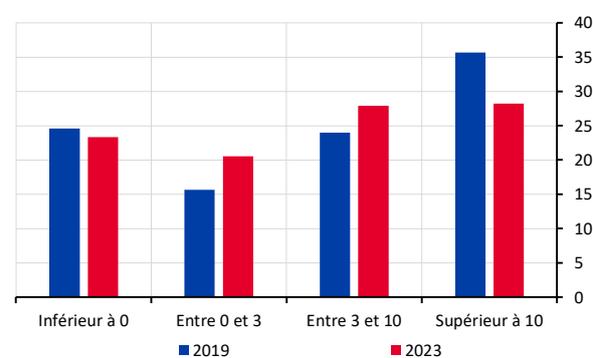
**Graphique 2.13 : Distribution des grandes entreprises françaises selon leur ICR**

x : axe temporel / y : nombre d'entreprises, en % du total



**Graphique 2.14 : Distribution des autres grandes entreprises européennes selon leur ICR**

x : axe temporel / y : nombre d'entreprises, en % du total



Champ : entreprises européennes cotées en bourse présentant un bilan pour chaque année de 2019 à 2023. Le nombre d'entreprises varie d'un pays à l'autre : Allemagne 278, France 261, Royaume-Uni 247, reste de l'Europe continentale 1966.

Note : une entreprise est jugée très endettée si son ICR est inférieur à 3 et si son ratio dette/EBITDA est négatif ou supérieur à 4.

Sources : Refinitiv Eikon, calculs Banque de France

**Une entreprise fortement endettée à l'aune de ces deux critères n'est pas nécessairement vulnérable si elle dispose de suffisamment de liquidité pour se désendetter.** Une trésorerie abondante permet en effet un désendettement à moindre coût<sup>92</sup>. La prise en compte du niveau de trésorerie comme facteur de résilience permet d'identifier la vulnérabilité nette des entreprises au niveau des taux d'intérêt. Le ratio des liquidités nettes<sup>93</sup> rapporté au chiffre d'affaires permet d'évaluer l'importance de ces marges de manœuvre. Son niveau médian s'établit à environ 30 jours de chiffre d'affaires, constituant ainsi pour les entreprises par ailleurs très endettées un deuxième seuil d'alerte<sup>94</sup>. Dans le cadre de ce chapitre, nous considérons donc qu'une entreprise est vulnérable dans l'environnement actuel si elle est i) fortement endettée (*i.e.* son ICR est inférieur à 3 et que son ratio de solvabilité est supérieur à 4 ou négatif) ; et ii) ses liquidités nettes sont inférieures à 30 jours de chiffre d'affaire.

**En 2023, le nombre de grandes entreprises européennes fortement endettées, voire vulnérables, était en hausse, rejoignant le niveau de 2019.** En 2022, la part d'entreprises fortement endettées était toujours inférieure à mais proche de son niveau de 2019 (cf. graphique 2.15). La part d'entreprises vulnérables était quant à elle largement inférieure à son niveau de 2019, notamment en raison de l'abondance de liquidité qui a accompagné le ralentissement de l'activité suite à la crise Covid<sup>95</sup> (cf. graphique 2.16). L'année 2023 marque une inflexion majeure : les grandes entreprises françaises sont ainsi de retour aux niveaux d'endettement et de vulnérabilité constatés fin 2019. Ces niveaux sont légèrement inférieurs à la plupart des pays européens, à l'exception de quelques pays comme le Royaume-Uni.

<sup>92</sup> Firm Balance Sheet Liquidity, Monetary Policy Shocks, and Investment Dynamics | Barcelona School of Economics Working Papers (bse.eu)

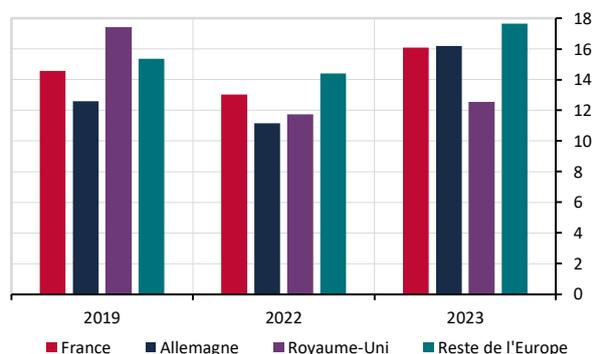
<sup>93</sup> Les liquidités nettes sont définies comme la somme de la trésorerie, des équivalents de trésoreries et des investissements de court terme, retranchés des emprunts de court terme.

<sup>94</sup> Ce ratio permet de rapporter la trésorerie aux deux besoins essentiels de liquidité d'une SNF : le remboursement de la dette de court-terme, mais aussi l'avance d'une partie des coûts de production. D'autres ratios plus conventionnels se centrent sur le premier des deux motifs uniquement.

<sup>95</sup> L'impact de la crise sanitaire sur la situation financière des entreprises en 2020 : une analyse sur données individuelles | Banque de France (banque-france.fr).

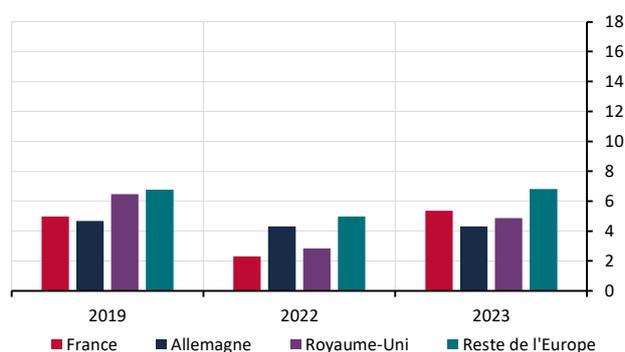
**Graphique 2.15 : Part de grandes entreprises fortement endettées**

x : axe temporel / y : nombre d'entreprises, en % du total



**Graphique 2.14 : Part de grandes entreprises vulnérables**

x : axe temporel / y : nombre d'entreprises, en % du total



Champ : entreprises françaises présentant un bilan pour chaque année de 2019 à 2023.

Note : une entreprise est jugée très endettée si son ICR est inférieur à 3 et si son ratio dette/EBITDA est négatif ou supérieur à 4. Une entreprise est jugée vulnérable si elle est jugée très endettée et si son ratio de liquidité exprimé en jours est inférieur à 30. Les valeurs pour 2024 et 2025 sont tirées d'une projection.

Sources : Refinitiv Eikon, calculs Banque de France

### Encadré 2.1 : Les PME françaises face à la hausse des taux

Par Benjamin Bureau, Maïté Graignon, Abel Merebier, Loriane Py

La Banque de France a établi son diagnostic des PME françaises, en s'appuyant sur l'analyse la plus exhaustive des bilans 2023<sup>96</sup>. En agrégé, le taux de marge des PME françaises a globalement résisté, malgré le ralentissement de l'activité. Le taux d'endettement a par ailleurs diminué, en particulier grâce aux renforcements des capitaux propres et au remboursement des prêts garantis par l'État. La trésorerie des PME s'est érodée mais reste à un niveau bien supérieur à l'avant-crise Covid. Au total, dans un contexte de remontée des taux d'intérêts, la capacité de remboursement des PME françaises, telle que mesurée par la cotation Banque de France, était globalement préservée à fin 2023.

Ce constat vaut aussi pour les entreprises de taille intermédiaire (ETI), qui, dans un contexte économique ralenti, affirment leur résilience. Ainsi, en 2023, la situation financière des ETI se stabilise à des niveaux globalement meilleurs que ceux de 2019 (taux d'endettement, niveau de trésorerie médiane, rentabilité économique).

Au-delà de la situation agrégée, la dispersion des situations individuelles, qui a toujours existé, a fortement augmenté avec la crise Covid, y compris au sein d'un même secteur et/ou d'une même catégorie de taille d'entreprise. L'année 2023 confirme tout de même un processus de normalisation post-crise. Pour autant, contrairement à la récession de 2009, cette dispersion accrue s'observe à la fois en bas et en haut de la distribution. Des poches de vulnérabilités ont donc pu apparaître au sein du tissu productif français, à analyser notamment dans le contexte de resserrement monétaire.

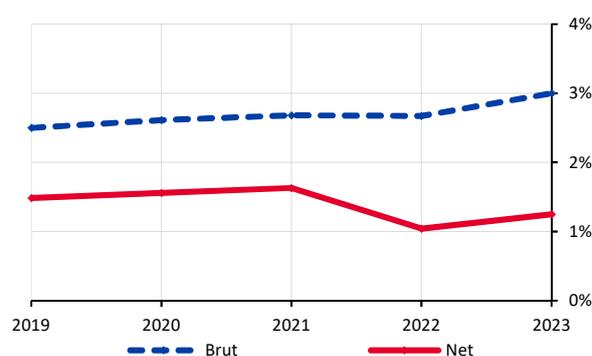
Ce resserrement constitue, en effet, un défi important pour les sociétés non financières ; a fortiori pour les PME qui sont en moyenne plus fragiles, et qui ont des sources de financement moins diversifiées que les grandes entreprises. Plusieurs éléments incitent toutefois à relativiser les risques spécifiquement liés à la remontée des taux. Ainsi, le graphique 2.17 rapporte les charges d'intérêts (nettes ou brutes des intérêts perçus) à la valeur ajoutée : le ratio est inférieur en 2023 à ce qu'il était avant la crise sanitaire, dès lors que l'on intègre les intérêts perçus.

<sup>96</sup> Analyse complète à paraître en juillet 2024 dans deux bulletins et un billet de blog

Les analystes financiers considèrent par ailleurs qu'un ratio « résultat d'exploitation sur charges d'intérêts nettes des intérêts perçus » (*Interest coverage ratio*, ICR) de 3 environ est critique. À cet égard, on constate dans le graphique 2.18 que le pourcentage de PME en-deçà de ce seuil critique n'a pas augmenté avec la hausse des taux (environ 20 % en 2023, comme en 2019).

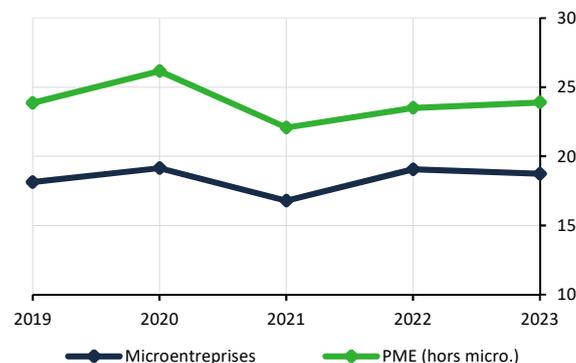
**Graphique 2.17 : Poids des charges d'intérêt dans la valeur ajoutée**

x : date / y : en %



**Graphique 2.18 : % de PME avec ratio « résultat d'exploitation sur charges d'intérêts nettes des intérêts perçus » (Interest coverage ratio, ICR) < 3**

x : date / y : en %



Notes : Le graphique rapporte les charges d'intérêts à la valeur ajoutée des petites et moyennes entreprises (hors microentreprises). Les charges d'intérêts sont soit nettes des intérêts perçus (courbe en trait plein), soit brutes (courbe en pointillé).

Source : Banque de France, base FIBEN (juin 2024).

Sources : Banque de France, base FIBEN (juin 2024)

Plusieurs éléments expliquent ces résultats :

- Les enquêtes de la Banque de France montrent que l'accès au crédit des PME reste semblable à la situation pré-Covid.
- La majorité de la dette des entreprises françaises est à taux fixe et renouvelée sur plusieurs années (cf. Gueuder et Ray, 2024).

Avec la remontée des taux, les PME bénéficient d'une rémunération accrue de leurs dépôts.

## Quel niveau de vulnérabilité en 2024-2025 ?

**S'il est difficile de faire de véritables prévisions des ratios d'endettement de chaque entreprise, nous pouvons identifier les entreprises susceptibles de devenir vulnérables si leur trajectoire était parallèle à la trajectoire moyenne des entreprises françaises.** Nous proposons deux scénarios pour cette trajectoire macroéconomique et financière en 2024 et 2025 :

- **Dans un scénario central** reflétant le consensus de marché en mai 2024 sur l'orientation de la politique monétaire, les taux directeurs baissent de 75 pb dans la deuxième moitié de l'année 2024, puis de 60 pb en 2025. L'évolution de l'EBITDA et de l'EBIT en 2024 et en 2025 se fonde sur les prévisions de croissance, d'inflation et de taux de marge des SNF, réalisées par la Banque de France, de juin 2024<sup>97</sup>. Enfin, on fait l'hypothèse que la trésorerie progresse au rythme du résultat net de l'entreprise, que le chiffre d'affaire progresse au rythme du PIB, et que le niveau de la dette financière reste inchangé (ce qui revient à supposer un désendettement relatif des entreprises, l'excédent d'exploitation étant en hausse)<sup>98</sup>.

<sup>97</sup> Projections macroéconomiques – Juin 2024 | Banque de France (banque-france.fr)

<sup>98</sup> Nos scénarios se restreignent aux prévisions publiées de la Banque de France, et expliquent ces hypothèses simplificatrices.

- **Dans un scénario dégradé**, les taux directeurs ne baissent que de 25 pb en 2024 et restent constants en 2025. L'évolution de l'EBITDA et de l'EBIT se 2024 se fonde toujours sur les prévisions de la Banque de France de juin 2024, mais on suppose cette fois que la conjoncture est plus dégradée qu'anticipée en 2025, dans la mesure où elle suit la tendance de 2024. Enfin, la trésorerie progresse au rythme du résultat net de l'entreprise, le chiffre d'affaire progresse au rythme du PIB, et le niveau de la dette financière reste inchangé. Ce scénario permet d'examiner la sensibilité du diagnostic à l'évolution future des taux, et n'a pas valeur de *stress test*.

Nous supposons que le taux des nouveaux crédits aux entreprises est égal au taux directeur, majoré de 100 pb. Il est à noter que la temporalité de la baisse des taux directeurs influence le taux moyen des nouveaux crédits sur l'année. En effet, des baisses de taux en fin d'année n'auront que peu d'impact sur les états financiers de l'année en cours, mais affecteront plutôt ceux de l'année suivante.

La trésorerie progresse au rythme du résultat net de l'entreprise, qui correspond dans sa version simplifiée à l'EBIT, diminué des charges d'intérêts et augmenté des produits d'intérêts. On suppose que les produits d'intérêts sont constitués de la rémunération de la trésorerie, dont on fait l'hypothèse que 37% est porteuse d'intérêts (cf. graphique 2.6), au taux moyen de rémunération des dépôts des SNF françaises<sup>99</sup>. On suppose que le taux moyen de rémunération des dépôts des SNF évolue au même rythme que le taux de facilité de dépôt de la BCE, dont l'évolution dépend du scénario choisi.

Tableau 2.1 : Hypothèses de la simulation

	2023	2024 (central)	2025 (central)	2024 (dégradé)	2025 (dégradé)
<b>Variation des taux directeurs</b>	Observé	- 75 pb	- 60 pb	- 25 pb	0 pb
<b>Taux moyen des nouveaux crédits</b>	4,5 %	4,8 %	4,0 %	4,93 %	4,75 %
<b>Variation annuelle du coût moyen de la dette (encours + nouveaux flux)</b>	<b>+ 108 pb</b>	<b>+ 49.5 pb</b>	<b>+ 1.6 pb</b>	<b>+ 54.7 pb</b>	<b>+ 28.0 pb</b>
<b>PIB réel</b>	Observé	+ 0,8 %	+ 1,2 %	+ 0,8 %	+ 0,8 %
<b>Déflateur du PIB</b>	Observé	+ 2,9 %	+ 1,5 %	+ 2,9 %	+ 2,9 %
<b>Taux de marge</b>	Observé	+ 0 %	+ 0,6 %	+ 0 %	+ 0 %
<b>Dette</b>	Observé	+ 0 %	+ 0 %	+ 0 %	+ 0 %

**L'impact de la variation des taux directeurs sur le coût moyen de l'endettement des entreprises nécessite de faire des hypothèses sur la structure de leur endettement.** En effet, la dette des entreprises françaises est largement à taux fixe, de sorte que la hausse des taux est loin d'avoir été totalement transmise au coût d'endettement moyen à fin 2023, comme le montrent les travaux de la Banque de France<sup>100</sup>. Nous faisons l'hypothèse que seule 25 % de la dette des entreprises françaises cotées est à taux variable ou à maturité inférieure à un an, ce qui signifie qu'une hausse des taux dans l'année affecte immédiatement le coût de l'ensemble de ces instruments<sup>101</sup>. Pour les 75 % restants, nous faisons l'hypothèse que seule 20 % de cette dette

<sup>99</sup> Taux de rémunération des dépôts bancaires Mar 2024 | Banque de France (banque-france.fr)

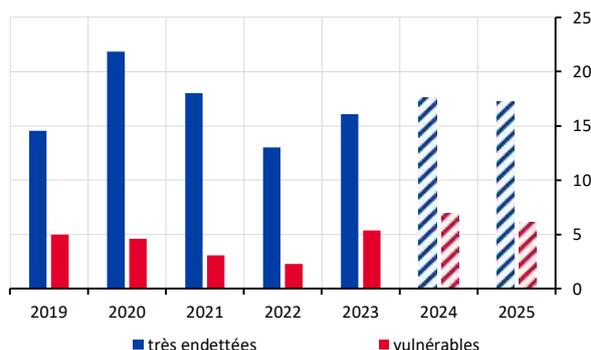
<sup>100</sup> Structure de dette et hausse des taux, le cas des entreprises européennes | Banque de France (banque-france.fr)

<sup>101</sup> Cette valeur est cohérente avec les estimations pour l'ensemble des entreprises françaises, sur la base des données Anacredit et CSDB.

voit ses conditions évoluer chaque année, ce qui correspond à une dette à taux fixe avec une maturité de cinq ans et un principal remboursé à la date d'échéance du prêt par exemple<sup>102</sup>. La dette à taux fixe, qui en moyenne a été négociée il y a cinq ans à un coût plus bas, est alors renouvelée à un taux plus élevé, quel que soit le scénario de taux. L'augmentation du coût moyen de la dette qui en résulte est appliquée de manière additive au coût de l'endettement de l'année passée, faisant ainsi l'hypothèse d'un *spread* constant pour chaque entreprise<sup>103</sup>.

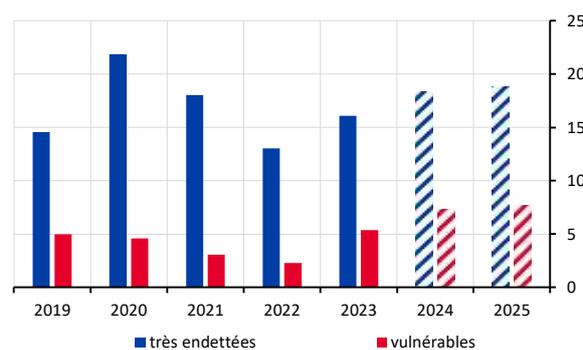
**Graphique 2.19 : Part des entreprises françaises cotées très endettées ou vulnérables, scénario central**

x : axe temporel / y : nombre d'entreprises, en % du total



**Graphique 2.20 : Part des entreprises françaises cotées très endettées ou vulnérables, scénario dégradé**

x : axe temporel / y : nombre d'entreprises, en % du total



Champ : entreprises françaises cotées en bourse présentant un bilan pour chaque année de 2019 à 2023.

Note : une entreprise est jugée très endettée si son ICR est inférieur à 3 et si son ratio dette/EBITDA est négatif ou supérieur à 4. Une entreprise est jugée vulnérable si elle est jugée très endettée et si son ratio de liquidité exprimé en jours est inférieur à 30. Les valeurs pour 2024 et 2025 sont tirées d'une projection.

Sources : Refinitiv Eikon, calculs Banque de France.

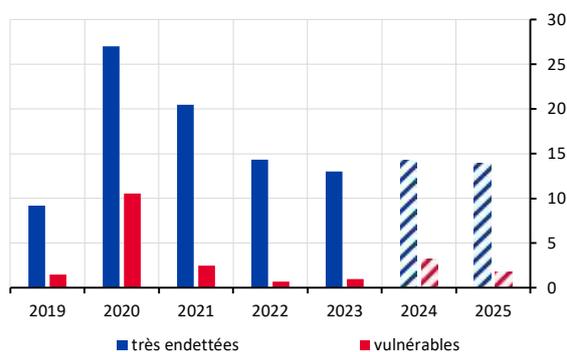
**Il ressort de cet exercice que si une part relativement importante des grandes entreprises françaises apparaît a priori exposée à la hausse des taux du fait de la charge de leur dette, leur niveau de vulnérabilité est contenu par des coussins de liquidité qui apparaissent dans l'ensemble suffisants pour y faire face (cf. graphiques 2.19 et 2.20).** Ces projections sont cependant à considérer avec précaution au vue de l'hypothèse d'une conjoncture homogène d'une entreprise à une autre. Il existe par exemple une hétérogénéité sectorielle dans la réaction à un épisode de resserrement monétaire (cf. encadré 2.2). De plus, il est probable que ces entreprises identifiées comme particulièrement vulnérables se désendettent plus radicalement que la moyenne des entreprises, afin de conserver une structure de bilan acceptable pour leurs créanciers. Ce comportement s'observait déjà en 2023, dans la mesure où la part d'entreprises vulnérables a augmenté, tandis que la part de l'encours de dette portée par des entreprises vulnérables diminuait (cf. graphiques 2.21 et 2.22). De tels ajustements réduisent les encours de dette à risque, au prix d'un ajustement de l'investissement ou de la masse salariale en cas d'absence d'un excédent de trésorerie.

<sup>102</sup> La dette à taux fixe et à maturité supérieure à un an recouvre une grande diversité d'instruments. Toutefois, la dette de marché, majoritaire dans l'endettement financier des grandes entreprises est très largement à amortissement *in fine*, ce qui soutient cette hypothèse.

<sup>103</sup> Notons qu'en appliquant cette méthodologie aux comptes annuels de 2022, le coût de l'endettement aurait dû augmenter de 120 pb en 2023. Le coût médian de l'endettement sur l'échantillon étudié a augmenté de 108 pb sur cette période.

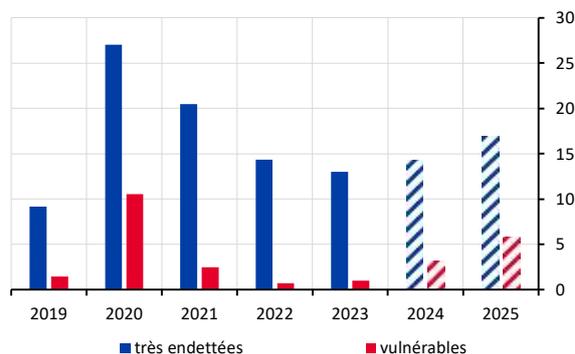
**Graphique 2.21 : Part de la dette portée par les entreprises françaises très endettées ou vulnérables, scénario central**

x : axe temporel / y : part de la dette financière, en % du total



**Graphique 2.22 : Part de la dette portée par les entreprises françaises très endettées ou vulnérables, scénario dégradé**

x : axe temporel / y : part de la dette financière, en % du total



Champ : entreprises françaises cotées en bourse présentant un bilan pour chaque année de 2019 à 2023.

Note : une entreprise est jugée très endettée si son ICR est inférieur à 3 et si son ratio dette/EBITDA est négatif ou supérieur à 4. Une entreprise est jugée vulnérable si elle est jugée très endettée et si son ratio de liquidité exprimé en jours est inférieur à 30. Les valeurs pour 2024 et 2025 sont tirées d'une projection.

Sources : Refinitiv Eikon, calculs Banque de France.

## Encadré 2.2 : Les entreprises de l'immobilier et de la construction face aux chocs de politiques monétaires - perspective historique

Par Aurélien Espic

Toutes les entreprises ne sont pas égales face à une variation des taux d'intérêt. Si la littérature a mis en avant nombre de facteurs d'hétérogénéité dans la réaction des entreprises à une hausse de taux (niveau de risque, liquidité de l'actif, structure d'endettement, etc.), cet encadré se centre sur la réaction des entreprises de l'immobilier et de la construction de bâtiment<sup>104</sup>. En effet, ces entreprises concentrent un certain nombre de caractéristiques susceptibles d'amplifier leur réaction à des changements de taux d'intérêt. Leur ratio d'endettement est ainsi plus élevé que celui des autres entreprises, quelle que soit la métrique retenue, et en lien avec leur modèle d'affaire (cf. graphique 2.23)<sup>105</sup>. Par ailleurs, leur endettement est plus largement d'origine bancaire, les rendant à priori plus réactive à un choc domestique de politique monétaire conventionnelle<sup>106</sup>. De plus, leur position en amont de la chaîne de production (par l'offre d'immobilier commercial) ainsi que l'importance des conditions de crédit pour la demande qui s'adresse à elles (par l'offre d'immobilier résidentiel en particulier) en font des actrices particulièrement sensibles à un choc macroéconomique. Enfin, leur recours à des prêts garantis par la valeur de biens immobiliers les expose à une amplification accrue des fluctuations macroéconomiques<sup>107</sup>. La dynamique du crédit de ces entreprises est alors un déterminant important du cycle financier<sup>108</sup>.

Cet encadré examine la sensibilité de l'endettement des entreprises françaises à des chocs de politique monétaire conventionnelle de 1999 à 2014. Les chocs de politique monétaire sont calculés à partir des

<sup>104</sup> Les entreprises de la construction de bâtiment (secteur NACE 41) sont des entreprises engagées dans la construction de nouveaux bâtiments (comme les promoteurs) ou dans la rénovation de bâtiments existants. Les entreprises de l'immobilier (secteur NACE 68) sont des entreprises qui possèdent et louent des biens immobiliers.

<sup>105</sup> Pour plus de détails sur ces entreprises, cf. ERS S1 2023, ch.3, Banque de France.

<sup>106</sup> Alder, M., Coimbra, N., & Szczerbowski, U. (2023). Corporate Debt Structure and Heterogeneous Monetary Policy Transmission. Banque de France Working paper n°933.

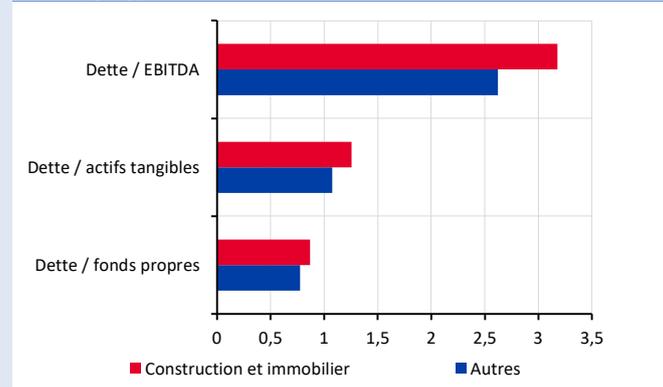
<sup>107</sup> Cf. Kiyotaki, N., & Moore, J. (1997). Credit cycles. *Journal of political economy*, 105(2), 211-248.

<sup>108</sup> Ivashina, V., Kalemli-Özcan, S. Laeven, L., & Müller, K. (2024). Corporate debt, boom-bust cycles, and financial crises. NBER working paper n°32225.

variations des *swaps* de taux autour des décisions de politique monétaire de la BCE<sup>109</sup>. Un modèle de projections locales<sup>110</sup> permet alors d'estimer l'effet d'un tel choc sur l'endettement des entreprises à différents horizons. Le modèle explique le taux de croissance cumulé de l'endettement de l'entreprise par le choc de resserrement monétaire ainsi que des variables de contrôle macroéconomiques (taux de croissance, inflation, chômage, taux de court terme et taux de long terme de l'année passée) et des variables de contrôle individuelles (actif total, ratio de levier et revenus rapportés à l'actif total de l'année passée). Le modèle inclut également un effet fixe par entreprise pour contrôler toute source d'hétérogénéité inobservée.

**Graphique 2.23 : Ratios d'endettement des entreprises françaises**

*x : ratio / y : type de ratio d'endettement*

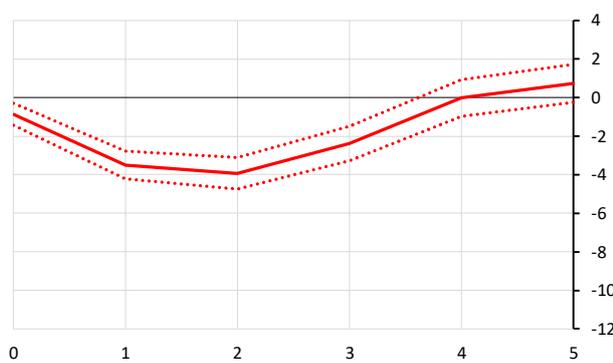


*Champs : entreprises non financières françaises présentant un bilan de 12 mois, 1999-2014*

*Source : Fiben Groupes, normes IFRS et FR, calculs Banque de France*

**Graphique 2.24 : Réaction de la dette financières des entreprises à un choc de resserrement monétaire**

*x : année depuis le choc / y : croissance cumulée de la dette financière, en %*



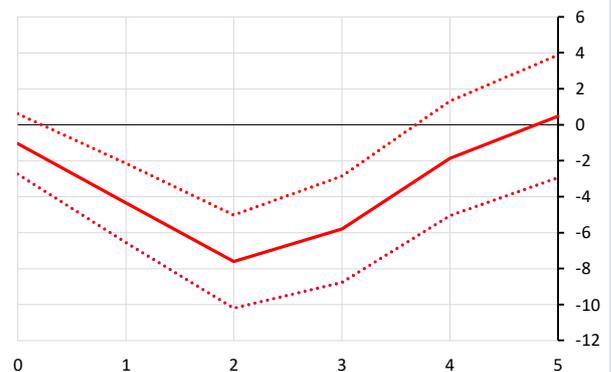
*Champ : entreprises françaises présentant un bilan de 12 mois, 1999-2014.*

*Notes : la ligne pleine reporte la valeur de l'estimateur, tandis que les lignes pointillées représentent l'intervalle de confiance au seuil de 5 %. Les écart-types sont clusterisés au niveau de l'entreprise et de l'année. Le taux de croissance calculé ici est le taux de croissance « à mi-chemin » : la variation absolue entre t et t-1 est rapportée à la moyenne des valeurs en t et t-1. Ce taux est alors compris entre -2 et 2, et permet d'intégrer les variations extrêmes sans biaiser l'estimation. Sur la période, l'échantillon comporte 4792 observations pour les entreprises de l'immobilier et de la construction, contre 45619 pour les autres entreprises.*

*Sources : Fiben, bilans consolidés, normes comptables IFRS et FR, calculs Banque de France*

**Graphique 2.25 : Réaction de la dette financière des entreprises de l'immobilier et de la construction à un choc de resserrement monétaire**

*x : année depuis le choc / y : croissance cumulée de la dette financière, en %*



<sup>109</sup> Jarociński, M., & Karadi, P. (2020). Deconstructing monetary policy surprises—the role of information shocks. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 12(2), 1-43.

<sup>110</sup> Jordà, Ò. (2005). Estimation and inference of impulse responses by local projections. *American economic review*, 95(1), 161-182.

Le graphique 2.24 présente la réaction moyenne des entreprises françaises. Un choc de politique monétaire diminue l'endettement des entreprises de 4 % après deux ans, le pic de la réaction. Pour mettre en avant la réaction des entreprises de l'immobilier et de la construction, le modèle de projection est amendé de sorte à séparer les entreprises en deux groupes. Le graphique 2.25 présente la réaction des entreprises de l'immobilier et de la construction à ces mêmes chocs de taux. Comme attendu, l'effet est quasiment deux fois supérieur à son pic, atteignant près de - 8 % après deux ans. Le degré d'incertitude autour de ces résultats est cependant plus grand, étant donné le relativement faible nombre d'entreprises dans ces secteurs.

### 2.3 Les entreprises exposées à la remontée des taux bénéficient de structures de financement stables sur les marchés obligataires

**Après avoir identifié quelles entreprises, parmi les entreprises cotées, ont un service de la dette élevé qui les expose à la remontée des taux (cf. section 2.2), cette section décrit les conditions de financement de ces entreprises, en comparaison avec les autres entreprises cotées de l'échantillon.** Si les créanciers identifient bien un risque supplémentaire pour les SNF très endettées de l'échantillon, ces entreprises bénéficient de conditions de financement et de bases d'investisseurs similaires à celles du reste des entreprises cotées.

**Cette section se concentre sur les conditions de financement sur les marchés obligataires<sup>111</sup>.** En effet, la dette bancaire ne représente que 32 % du financement des entreprises françaises de l'échantillon en 2022 (contre 36 % en moyenne pour les grands groupes français<sup>112</sup><sup>113</sup>).

#### Les entreprises les plus exposées au risque de taux d'intérêt se financent en moyenne à des taux plus élevés sur les marchés

**Les SNF françaises cotées identifiées comme très endettées ont en moyenne des notations dégradées par rapport aux autres SNF, témoignant d'une prise en compte du risque par les agences de notation.** Il convient toutefois de noter que les seuls indicateurs d'endettement ne permettent pas d'expliquer intégralement la répartition des notations des SNF, leurs déterminants étant multifactoriels. En France, les SNF très endettées ont en effet majoritairement une notation BBB à BBB- (55 % des encours en moyenne entre janvier 2020 et mai 2024). Les notations de catégorie spéculative (inférieures à BBB-), représentent une part minoritaire des encours pour ces entreprises (22 % en moyenne sur la période) (17 % correspondent à des entreprises non notées). Les SNF françaises très endettées sont relativement mieux notées que leurs pairs européens : en zone euro, la majorité des notations sont de catégorie spéculative (52 %) en moyenne sur la période. Cependant, les SNF très endettées ou vulnérables constituent bien la majorité des encours les moins bien notés de l'échantillon : 72% des encours de SNF en zone euro notées B ou moins (cf. graphique 2.26) en mai 2024. Les agences semblent donc bien à la fois distinguer les SNF exposées à la remontée des taux des autres entreprises de l'échantillon, et reconnaître la diversité des risques au sein du groupe des SNF très endettées.

**La remontée des taux directeurs a entraîné une hausse rapide et marquée des rendements sur les obligations émises par les SNF très endettées, et a accru le *spread* entre SNF très endettées et autres SNF cotées en France (cf. graphique 2.27).** Cet écartement des taux s'est cependant réduit en 2023 et 2024, les rendements à échéance moyens des SNF françaises devenant équivalents à ceux des SNF de la zone euro dans un contexte global de réduction des *spreads* de crédit (cf. graphique 2.27 et chapitre 1). Ainsi, en mai 2024, le rendement moyen des titres de dette des SNF très endettées atteint 5,18 % en France et 5,51 % en zone euro, contre 3,27 % pour les autres SNF françaises, soit un *spread* de 191 pb, qui s'est resserré depuis mai 2022. Le rendement moyen des SNF très endettées reste stable en zone euro et diminue en France depuis mai 2022. Au sein des entreprises très endettées, les *spreads* de crédit ne sont pas homogènes, et fluctuent sensiblement en fonction des niveaux de

<sup>111</sup> Cette section utilise des données détaillées sur les titres de dette des entreprises, à un niveau cependant déconsolidé. Toutefois, la dette émise par les têtes de groupe représente la majorité de la dette financière consolidée des entreprises de l'échantillon, telle que reportée dans leur bilan.

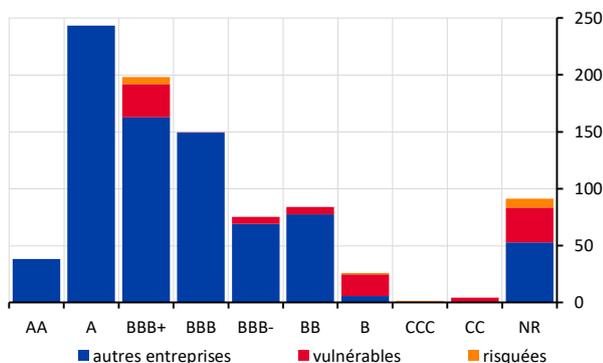
<sup>112</sup> Bulletin Banque de France – Janvier 2024 [Une situation financière des grands groupes toujours très satisfaisante en 2022, en dépit de la hausse de l'inflation](#) | Banque de France ([banque-france.fr](http://banque-france.fr))

<sup>113</sup> En outre, pour les entreprises de l'échantillon, ce financement bancaire se fait majoritairement dans les filiales des entreprises : la dette bancaire des entreprises identifiées ne représente que 10 % de leur bilan consolidé.

notations. Ainsi, le rendement moyen des SNF très endettées avec une notation émetteur de BB continue de progresser en France, le *spread* atteignant 247 pb en mai 2024, contre 254 pb en zone euro.

**Graphique 2.26 : Encours de la dette de marché des SNF cotées de la zone euro, par notation et exposition au risque de taux en mai 2024**

x : date / y : milliards d'euros



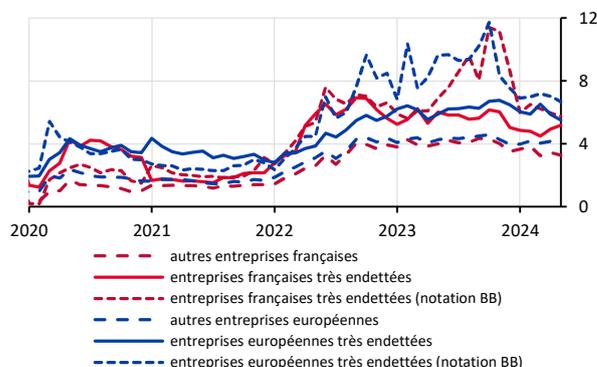
Champ : Dette obligataire émise par les SNF identifiées comme vulnérables selon la méthodologie et le périmètre présenté en 2nde partie. Est prise en compte la dette émise en euro par le groupe (non consolidé), détenue en zone euro.

Note : une entreprise est jugée très endettée si son ICR est inférieur à 3 et si son ratio dette/EBITDA est négatif ou supérieur à 4.

Sources : Refinitiv Eikon, CSDB, calculs Banque de France.

**Graphique 2.27 : Rendement moyen des SNF françaises et européennes par type de risque**

x : date / y : rendement à échéance moyen pondéré par les encours (%)



Champ : entreprises européennes cotées en bourse présentant un bilan pour chaque année de 2019 à 2023. Le nombre d'entreprises varie d'un pays à l'autre : Allemagne 278, France 261, Royaume-Uni 247, reste de l'Europe continentale 1966.

Dernier point : mai 2024

Note : une entreprise est jugée vulnérable si elle est jugée très endettée et si son ratio de liquidité exprimé en jours est inférieur à 30.

Sources : Refinitiv Eikon, CSDB, calculs Banque de France.

## Les entreprises très endettées bénéficient également d'une structure d'endettement obligataire à taux fixe et maturité longue

**Dans leur ensemble, la structure de taux de la dette de marché des SNF très endettées est alignée sur celle de l'ensemble des entreprises.** En France et dans la zone euro, la structure de taux de la dette de marché des entreprises identifiées comme très endettées est très majoritairement à taux fixe (93 % et 90 % en mai 2024 respectivement en France et dans la zone euro), comme pour l'ensemble des entreprises cotées.

**Les entreprises les plus vulnérables se distinguent cependant par leur part de titres de dette à court terme (papier commerciaux) en progression.** Les SNF vulnérables, soit les SNF avec une charge de la dette élevée et une faible trésorerie, sont davantage endettées par des papiers commerciaux à coupon zéro. Cette part de papiers commerciaux progresse, uniquement pour ces SNF, depuis janvier 2022 en France, passant de 17 % à 39 % des encours en décembre 2023, alors que leur ratio de trésorerie moyen, exprimé en jours de chiffre d'affaire, s'est dégradé entre 2022 et 2023. La maturité moyenne des papiers commerciaux émis par ces SNF a également diminué, atteignant 89 jours en mai 2024 contre 217 jours en mai 2021. Ce développement des papiers commerciaux pourrait indiquer des difficultés de trésorerie croissantes pour les SNF vulnérables.

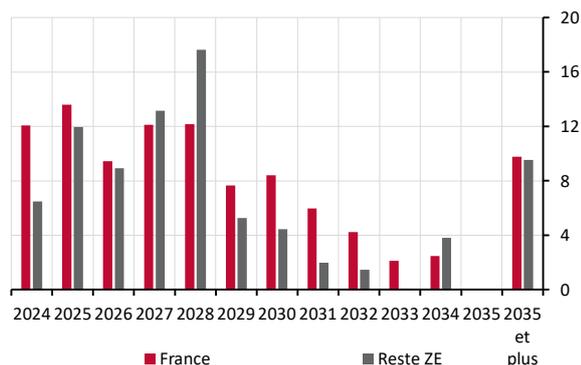
**L'endettement obligataire des SNF françaises très endettées est à maturité plus longue que celui de leurs pairs européens.** Les SNF très endettées ne font pas face à un mur de maturité, même si la majorité de leurs encours de dette devront être remboursés ou renouvelés d'ici 2028. En France, les SNF très endettées devront rembourser 59 % de leur dette obligataire entre 2024 et 2028, dont 26 % avant fin 2025 (cf. graphique 2.28). À ce titre, la structure d'endettement obligataire des entreprises très endettées de notre échantillon est très proche de l'endettement de l'ensemble des SNF françaises, dont la maturité résiduelle médiane est de quatre ans<sup>114</sup>. Les SNF

<sup>114</sup> Structure de dette et hausse des taux, le cas des entreprises européennes | Banque de France (banque-france.fr)

très endettées européennes devront cependant rembourser 69 % de leurs encours entre 2024 et 2028, dont 22 % entre 2024 et 2025. L'endettement obligataire des SNF françaises très endettées est donc davantage à maturité longue que celui de leurs pairs européens. Les SNF françaises très endettées bénéficient également d'un endettement à maturité comparable au reste des SNF françaises cotées, qui devront rembourser 56 % de leur dette obligataire entre 2024 et 2028, dont 26 % entre 2024 et 2025 (cf. graphique 2.29).

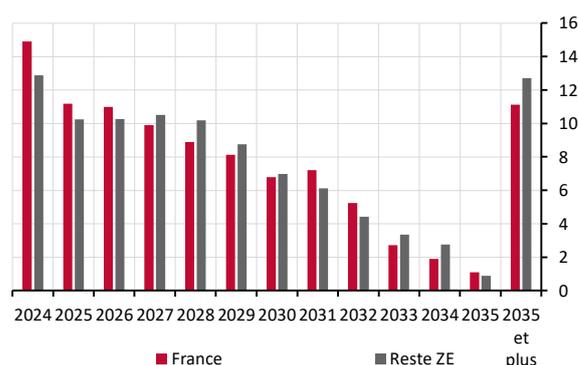
**Graphique 2.28 : Échéancier des maturités de la dette obligataire des SNF cotées très endettées**

x : date / y : pourcents du total des encours



**Graphique 2.29 : Échéancier des maturités de la dette obligataire des SNF cotées**

x : date / y : pourcents du total des encours



Champ : Dette obligataire émise par les SNF identifiées comme vulnérables selon la méthodologie et le périmètre présenté en 2<sup>de</sup> partie. Est prise en compte la dette émise en euro par le groupe (non consolidé), détenue en zone euro.

Dernier point : mai 2024

Note : une entreprise est jugée très endettée si son ICR est inférieur à 3 et si son ratio dette/EBITDA est négatif ou supérieur à 4. Une entreprise est jugée vulnérable si elle est jugée très endettée et si son ratio de liquidité exprimé en jours est inférieur à 30.

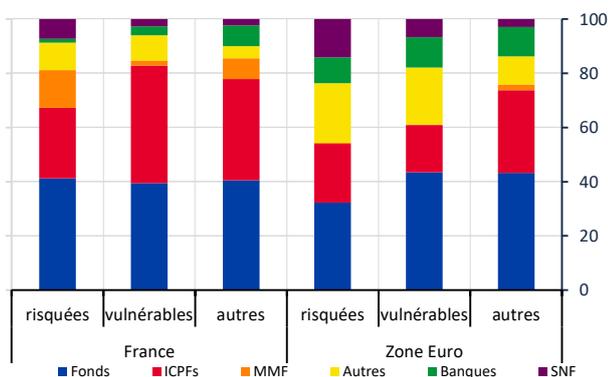
Sources : Refinitiv Eikon, CSDB, calculs Banque de France.

## La base d'investisseurs des entreprises vulnérables sur les marchés obligataires est représentative de l'ensemble des entreprises

Les principaux détenteurs de dette obligataire des SNF françaises vulnérables au risque de taux sont les fonds d'investissement (41% des détentions au quatrième trimestre 2023) et les assureurs (38 %) (cf. graphique 2.30). La base d'investisseurs des SNF françaises vulnérables présente un degré de concentration similaire à la base investisseurs des autres SNF françaises cotées. Les SNF les plus exposées au risque présentent une part plus importante de fonds monétaires et de SNF et une part plus faible de détentions bancaires dans leur base d'investisseurs. La base d'investisseurs des SNF européennes vulnérables est sensiblement différente, avec de moindres détentions d'assureurs mais des détentions bancaires plus élevées au quatrième trimestre 2023.

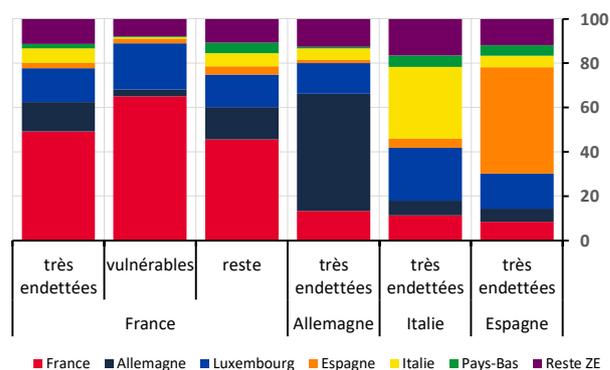
**Graphique 2.30 : Base investisseur par secteur et par exposition au risque de taux des SNF**

x : date / y : pourcents du total des détentions



**Graphique 2.31 : Base investisseur par pays et par exposition au risque de taux des SNF**

x : date / y : pourcents du total des détentions



Champ : Dette obligataire émise par les SNF identifiées comme vulnérables selon la méthodologie et le périmètre présenté en 2<sup>de</sup> partie. Est prise en compte la dette émise en euro par l'entreprise (sans consolidation de la dette émise par les filiales de l'entreprise), détenue en zone euro.

Dernier point : quatrième trimestre 2023

Note : une entreprise est jugée très endettée si son ICR est inférieur à 3 et si son ratio dette/EBITDA est négatif ou supérieur à 4. Une entreprise est jugée vulnérable si elle est jugée très endettée et si son ratio de liquidité exprimé en jours est inférieur à 30.

Sources : Refinitiv Eikon, CSDB, SHS-S, calculs Banque de France.

**Les entreprises vulnérables dépendent majoritairement des détenteurs domestiques, à l'image de l'ensemble des entreprises vulnérables européennes.** En France, les détenteurs français représentent 50 % des détentions des SNF très endettées au quatrième trimestre 2023, contre 45 % pour le reste des SNF cotées de l'échantillon. Les détentions de SNF européennes très endettées présentent également un biais domestique, même s'il est moins marqué pour les SNF italiennes. Au quatrième trimestre 2023, les détenteurs domestiques représentent 53 % des détentions de SNF très endettées en Allemagne, 48 % en Espagne, et 32 % en Italie (cf. graphique 2.31). Les SNF très endettées européennes ont un biais domestique renforcé par rapport à leurs pairs non vulnérables, contrairement aux SNF françaises très endettées.

### Encadré 2.3 : Les prêts non-bancaires représentent une alternative croissante mais risquée pour le financement des SNF les plus exposées à la remontée des taux

Par Lucille Collet

Les SNF les plus endettées disposent de différentes options pour se financer par la dette : le financement bancaire, le marché obligataire *high yield* et les prêts non bancaires, dont le crédit privé. Le crédit privé, qui désigne le financement direct d'entreprises par du crédit non bancaire, en dehors du marché obligataire, fourni par des fonds alternatifs, est en forte croissance depuis plusieurs années. Ces modes de financement sont typiquement utilisés par les SNF détenues par un fonds de capital-investissement. Ainsi, 77 % des opérations de crédit privé en Europe<sup>115</sup> le sont pour des entreprises sponsorisées par des fonds de capital-investissement. Le crédit privé et les obligations *high yield* servent des entreprises aux caractéristiques différentes, qui partagent des niveaux de levier élevés. Ainsi, les fonds de crédit privé financent d'abord des entreprises de taille intermédiaire, alors que les prêts obligataires *high yield* visent d'abord des grandes entreprises. Les fonds de crédit privé se présentent comme une alternative aux obligations *high yield* pour des entreprises qui n'y ont pas accès (cf. Block et al. (2023)<sup>116</sup>). En 2022, les encours de crédit privé atteignaient 390 milliards d'euros en Europe (cf. graphique 2.32), contre 239 milliards d'euros pour les obligations *high yield*.

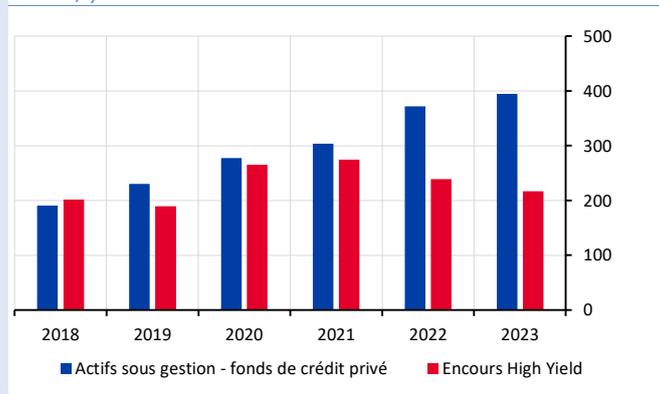
<sup>115</sup> International Monetary Fund Global Financial Stability Report – Chapter 2 – The Rise and Risks of Private Credit, April 2024 [The Last Mile: Financial Vulnerabilities and Risks \(imf.org\)](#)

<sup>116</sup> Block et al. 2023 [A Survey of Private Debt Funds | NBER](#)

Le financement bancaire reste une source importante de financement pour les SNF les plus endettées. Le mécanisme de supervision unique (MSU) de la BCE a établi en 2017 un suivi renforcé des expositions des banques à la finance à effet de levier, définies comme des expositions sur des emprunteurs, hors PME, dont le ratio de dette rapportée à l'EBITDA est supérieur à 4<sup>117</sup>. Entre 2018 et 2022, ces expositions ont progressé parallèlement à un assouplissement des clauses financières. Entre 2022 et 2023, les volumes de prêts bancaires à effet de levier ont diminué dans un contexte de remontée des taux. En France, l'encours de prêts à effet de levier au bilan des cinq principaux groupes bancaires atteignait 157 milliards d'euros au quatrième trimestre 2023, contre environ 186 milliards d'euros au quatrième trimestre 2022<sup>118</sup>. Le taux de prêts non performants des prêts à effets de levier des banques françaises augmente toutefois depuis fin 2022 et atteint ainsi 9,1 % au premier trimestre 2024. Il est logiquement plus élevé que celui des prêts aux SNF ne relevant pas de la finance à effet de levier, qui demeure stable à 3,2 %.

**Graphique 2.32 : Encours de fonds de crédit privé et obligations High Yield en Europe**

x : date / y : milliards d'euros



Champs : Europe, Royaume-Uni inclus

Source : Pitchbook, CSDB, calculs Banque de France

Si les prêts non bancaires permettent une diversification du mix de financement des SNF, ils pourraient renforcer l'exposition des entreprises aux aléas des cycles financiers. Lors des crises financières, les prêteurs non bancaires sur les marchés de prêts syndiqués<sup>119</sup> contractent leur activité de prêts aux SNF de 50 % de plus que les banques (Aldasaro et al. 2023)<sup>120</sup>. Cette contraction ne s'explique qu'à la marge par les différences de caractéristiques des entreprises emprunteuses, les prêteurs non bancaires prêtant davantage aux entreprises très endettées que les banques. L'ampleur de la procyclicité des prêts non bancaires peut cependant varier selon le type de prêts. Ainsi, les émissions de prêts directs de fonds de crédit privé semblent plus stables après la crise de la Covid-19 que les émissions d'autres prêts non bancaires ou d'obligations *high yield*<sup>121</sup>.

<sup>117</sup> [Guidance on leveraged transactions \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

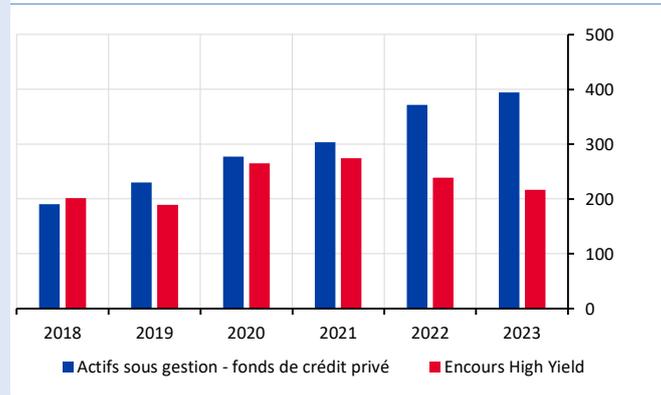
<sup>118</sup> Les encours de prêts à effets de levier pour l'ensemble des établissements systémiques supervisés par le MSU atteignaient environ 450 milliards d'euros au T3 2023. [ECB-Annual-Report-on-supervisory-activities\\_2023.pdf \(banque-france.fr\)](#)

<sup>119</sup> <sup>119</sup> Les prêts syndiqués désignent une forme de financement fournie par un groupe de prêteurs, souvent des banques et d'autres institutions financières, à un emprunteur unique. Les prêts sont syndiqués lorsqu'ils sont trop importants ou trop risqués pour un seul prêteur. Les prêts bancaires aux grandes entreprises sont souvent des prêts syndiqués. Ces prêts peuvent également être distribués à des institutions non bancaires, comme des véhicules de titrisation (en vue de l'émission de *Collateralized Loan Obligations – CLO*) ou des fonds d'investissement.

<sup>120</sup> Aldasaro et al. 2023 [Non-bank lending during crises \(bis.org\)](#)

<sup>121</sup> International Monetary Fund Global Financial Stability Report – Chapter 2 – The Rise and Risks of Private Credit, April 2024 [The Last Mile: Financial Vulnerabilities and Risks \(imf.org\)](#)

. Entre 2022 et 2023, les volumes de prêts bancaires à effet de levier ont diminué dans un contexte de remontée des taux. x : date / y : milliards d'euros



Champs : Europe, Royaume-Uni inclus

Source : Pitchbook, CSDB, calculs Banque de France

Si les prêts non bancaires permettent une diversification du mix de financement des SNF, ils pourraient renforcer l'exposition des entreprises aux aléas des cycles financiers. Lors des crises financières, les prêteurs non bancaires sur les marchés de prêts syndiqués<sup>122</sup> contractent leur activité de prêts aux SNF de 50 % de plus que les banques (Aldasaro et al. 2023)<sup>123</sup>. Cette contraction ne s'explique qu'à la marge par les différences de caractéristiques des entreprises emprunteuses, les prêteurs non bancaires prêtant davantage aux entreprises très endettées que les banques. L'ampleur de la procyclicité des prêts non bancaires peut cependant varier selon le type de prêts. Ainsi, les émissions de prêts directs de fonds de crédit privé semblent plus stables après la crise de la Covid-19 que les émissions d'autres prêts non bancaires ou d'obligations *high yield*<sup>124</sup>.

<sup>122</sup> <sup>122</sup> Les prêts syndiqués désignent une forme de financement fournie par un groupe de prêteurs, souvent des banques et d'autres institutions financières, à un emprunteur unique. Les prêts sont syndiqués lorsqu'ils sont trop importants ou trop risqués pour un seul prêteur. Les prêts bancaires aux grandes entreprises sont souvent des prêts syndiqués. Ces prêts peuvent également être distribués à des institutions non bancaires, comme des véhicules de titrisation (en vue de l'émission de *Collateralized Loan Obligations – CLO*) ou des fonds d'investissement.

<sup>123</sup> Aldasaro et al. 2023 [Non-bank lending during crises \(bis.org\)](#)

<sup>124</sup> International Monetary Fund Global Financial Stability Report – Chapter 2 – The Rise and Risks of Private Credit, April 2024 [The Last Mile: Financial Vulnerabilities and Risks \(imf.org\)](#)