

Dialogue &co – Épisode 2 : le financement des entreprises

VOIX OFF

Bienvenue dans Dialogue &co, le podcast où des experts et des expertes de la Banque de France échangent sur les grands thèmes de l'actualité économique. Dans cet épisode, nous nous intéressons à l'impact des variations des taux d'intérêt sur le financement des entreprises françaises depuis 2022. Pour ce faire, Agnès Benassy-Quéré, sous-gouverneure de la Banque de France, est interrogée par Vincent Bignon, économiste. Tous deux décryptent pour vous les mécanismes à l'œuvre. Bonne écoute !

VINCENT BIGNON

Bonjour Agnès.

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

Bonjour Vincent.

VINCENT BIGNON

Agnès, au cours des deux dernières années, les taux d'intérêt ont d'abord fortement augmenté. Mais depuis juin dernier, ils baissent à nouveau. Quelle a été l'évolution des taux d'intérêt payés par les entreprises françaises ?

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

Le coût des nouveaux emprunts pour les entreprises françaises a augmenté à mesure que la BCE a augmenté ses taux pour combattre l'inflation. Puis il est redescendu légèrement depuis un an avec la baisse des taux directeur de la BCE. Pour vous donner un ordre de grandeur, en février 2022, au début de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, le taux des nouveaux crédits pour les entreprises était de 1,4% en moyenne. Il est monté en novembre 2023 jusqu'à quasi 5%, exactement 4,93%. Et ensuite, il est redescendu à 4,4%. On voit qu'en septembre 2024, on est encore largement au-dessus du niveau en février 2022.

VINCENT BIGNON

Comment ces variations de taux d'intérêt affectent-elles les entreprises ?

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

Imaginez, Vincent, que vous dirigez une PME. Vous êtes engagé dans la transition écologique, donc vous envisagez d'acheter des véhicules électriques pour remplacer votre vieille flotte diesel. Le coût est de 100 000 euros. Je vois que vous hésitez car vous n'avez que 10 000 euros en trésorerie. Il faudrait donc emprunter 90 000 euros. Or, vous avez déjà une dette de 100 000 euros que vous avez contractée en 2021 au taux de 1,4%. Qu'allez-vous faire ? Votre décision, bien évidemment, dépend de l'usage que vous allez faire des

nouveaux véhicules. Comment est-ce qu'ils vont vous permettre de développer votre activité et votre rentabilité, bien sûr ? Mais la décision dépend aussi du taux d'intérêt. En fait, il faut que votre investissement soit d'autant plus rentable que le taux d'intérêt est élevé. Et donc, si le taux d'intérêt monte, vous allez réduire l'investissement, vous allez couper les investissements qui sont insuffisamment rentables.

VINCENT BIGNON

Ça, c'est l'effet immédiat d'une hausse des taux d'intérêt pour toutes les entreprises.

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

Exactement toutes les entreprises sont touchées au même moment dès que le taux d'intérêt monte.

VINCENT BIGNON

Mais que se passe-t-il pour ma dette de 100 000 euros que j'ai contractée en 2021 ? Est-ce que je dois payer plus cher en termes d'intérêt ?

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

Si vous êtes en France, Vincent, alors probablement vous avez emprunté à tout fixe et vous avez bien fait. Vous allez continuer à payer un intérêt de 1,4% par an jusqu'à l'échéance de votre emprunt. S'il est remboursable par exemple en 2026, vous n'aurez pas subi la hausse des taux de 2022 et 2023, puisque en 2024, 25, les taux baissent. En 2026, pour rembourser votre emprunt, vous pouvez emprunter à nouveau un taux certes plus élevé sans doute qu'en 2021, mais plus bas qu'en 2023. Donc c'est ce second effet de la hausse des taux qui lui est progressif, qui est fonction de la structure de l'endettement de chaque entreprise. Est-ce que c'est une dette à taux fixe ou à taux variable ? Est-ce qu'elle est à court terme ou à long terme ?

VINCENT BIGNON

Comment la hausse des taux d'intérêt a-t-elle alourdi la charge de la dette des entreprises en France par rapport aux autres pays européens ? Est-ce que c'est la même chose dans les autres pays européens ?

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

Les entreprises françaises sont en commun avec les entreprises allemandes et néerlandaises d'avoir une part très élevée de la dette à taux fixe, environ 80%. A l'autre bout du spectre, on a les trois pays baltes dans lesquels la part de la dette à taux fixe pour les entreprises est de l'ordre de 10%. Donc entre les deux, on a tout le spectre, par exemple l'Italie à 50%. Donc dans ces trois pays, la France, l'Allemagne et les Pays-Bas, non seulement la part de la dette à taux fixe est très élevée, 80%, mais en plus, la maturité moyenne des dettes est longue. Fin 2021, ce qu'on appelle la maturité résiduelle, donc c'est la maturité restante des dettes encore à rembourser, était en moyenne à peu près de 4 ans. Donc vous prenez fin 2021, vous rajoutez 4 ans, vous avez fin 2025. En moyenne, ces dettes doivent être remboursées fin 2025. Un taux qui sera sans doute plus élevé que celui de 2021, mais nettement plus bas que 2022 ou 2023.

VINCENT BIGNON

Agnès, vous avez dit que la proportion de dette à taux fixe dans les Pays-Baltes, par exemple en Estonie, était de 10%. Qu'est-ce que ça signifie en pratique pour les entreprises en termes de financement ?

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

10% de dette à taux fixe, ça veut dire 90% de dette à taux variable. La dette à taux variable est une dette dont le taux d'intérêt varie, alors ça, après, ça dépend des contrats, mais au moins, disons, en fonction des taux qui sont pratiqués sur le marché. Donc la banque, immédiatement, va réévaluer le taux d'intérêt sur non seulement les nouveaux emprunts de l'entreprise estonienne, mais également les emprunts qui sont dans son bilan. Cela veut dire que l'entreprise va prendre de plein fouet la hausse des taux en 2022 et 2023. Donc si elle a surmonté ce choc, et bien maintenant avec la baisse des taux, elle profite à fond, puisque les banques automatiquement abaissent les taux à mesure que les taux de marché diminuent. Alors bien sûr tout ça, Vincent, ce sont des moyennes. Si on prend votre cas, sur les 100 000 euros que vous avez empruntés en 2021, peut-être que la moitié doit être remboursée en 2023, donc après 2 ans, et l'autre moitié en 2027 après 6 ans. La moyenne est bien de 4 ans, mais au bout de 2 ans, vous avez déjà renouvelé la moitié de votre dette. Un taux très élevé qui était le taux de 2023. Dans l'ensemble néanmoins, plus la maturité s'allonge, plus la transmission des variations de taux d'intérêt, à la hausse comme à la baisse, sur les charges de la dette est lente pour les entreprises. Ce qui amortit le choc en termes de charges de la dette, de change d'intérêt.

VINCENT BIGNON

Cela dépend de la nature des taux fixes ou variables. Est-ce que les petites entreprises et les grosses entreprises ont subi de la même manière la hausse des taux d'intérêt qu'on vient de décrire ?

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

Je l'ai dit tout à l'heure, toutes les entreprises ont vu les taux d'intérêt monter pour leurs nouveaux investissements, les petites comme les grandes. Mais les grandes entreprises, à la différence des petites, se financent en partie sur les marchés, par émission d'obligations d'entreprises, donc sans passer par des banques. Et sur les marchés, les taux d'intérêt ont réagi plus rapidement que les taux d'intérêt proposés par les banques. Donc on peut dire que les grandes entreprises ont subi plus rapidement que les petites les hausses de taux d'intérêt qui ont été observées. A l'inverse, les taux de marché ont commencé à baisser plus vite que les taux des emprunts bancaires. Et donc aujourd'hui, cette baisse des taux de marché profite plutôt aux grandes entreprises. Pour vous donner un ordre de grandeur, les taux de marché aujourd'hui s'élèvent en moyenne à 3,3%. C'est le dernier chiffre que nous avons, en septembre 2024. Les taux d'un emprunt bancaire sont en moyenne de 4,4%.

VINCENT BIGNON

Dans la phase de hausse des taux, la charge d'intérêt des grandes entreprises, est-ce qu'elle a augmenté plus rapidement que celle des entreprises plus petites ou moins rapidement ?

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

Difficile de faire des statistiques sur seulement les grandes entreprises parce que, par définition, il y a peu de grandes entreprises. Mais si on regarde les entreprises de taille intermédiaire, on voit que le coût de leur encours de dette a augmenté presque à la même vitesse que le taux des nouveaux emprunts. Si l'on regarde maintenant les PME, donc des entreprises plus petites, on constate que le taux des nouveaux emprunts a augmenté aussi rapidement pour ces entreprises petites que pour les entreprises de taille intermédiaire, mais le coût de la dette existante, lui, a augmenté très lentement.

VINCENT BIGNON

Donc pourquoi le coût de la dette des PME a-t-il augmenté moins vite ?

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

C'est dû à une part plus faible des emprunts à court terme pour les PME. C'est tout à fait clair, les grandes entreprises pratiquent davantage les emprunts à court terme que les petites entreprises qui ont en moyenne une maturité plus longue. Mais maintenant si on tient compte en plus de cela, des différences de taux d'endettement, alors les taux d'endettement sont beaucoup plus faibles pour les PME que pour les grandes entreprises, en moyenne toujours. Donc, en moyenne, les PME ont été relativement protégées de la hausse des taux pour deux raisons. D'une part, une maturité plus longue et d'autre part, et surtout, un taux d'endettement plus faible. Cela ne veut pas dire que les PME sont protégées de tous les chocs. Les PME subissent, comme les grandes entreprises, les différents chocs de l'économie, la hausse des prix de l'énergie, la dégradation des carnets de commande dans certains secteurs, etc.

VINCENT BIGNON

Est-ce qu'on a fait le tour des différences entre les PME et les grandes entreprises dans la question de l'endettement ?

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

Il y a un dernier facteur, Vincent, qui est la trésorerie des entreprises. Les entreprises ont des dettes, mais elles ont également de la trésorerie. Les PME avaient au début de la hausse des taux une trésorerie plus importante que celles des grandes entreprises. Et elles ont pu très rapidement réallouer leur trésorerie des comptes courants sur bancaire vers des comptes à terme qui étaient mieux rémunérés. Donc en fait, l'impact de la hausse des taux, ça a été d'abord de mieux rémunérer la trésorerie des entreprises qui à l'époque étaient abondantes.

VINCENT BIGNON

Donc si on récapitule par rapport à l'investissement que j'ai fait ?

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

Alors Vincent, si je récapitule, pour le cas de votre PME, quel a été l'impact de la hausse des taux ? Vous avez d'abord remis à plus tard une partie de votre investissement dans les véhicules électriques parce que c'était trop cher, le nouvel endettement était trop cher

lorsque les taux étaient élevés. Vous n'avez pas vu tout de suite la charge d'intérêt de votre dette existante, de 100 000 euros de dette contractée en 2021, mais à une maturité relativement longue. Et côté actif, vous aviez la trésorerie, 10 000 euros, et vous avez pu très rapidement la réallouer, la mettre sur des comptes à terme et être mieux rémunéré pour cette trésorerie.

VINCENT BIGNON

Mais on sait toutefois que quand les taux d'intérêt augmentent, les banques ont tendance à rationner l'offre de crédit à la limitée, car les conditions d'accès à la liquidité se dégradent et la valeur des garanties que les entreprises peuvent mettre en gage pour ces emprunts diminue. N'y a-t-il pas un risque de rationnement aux limitations du crédit pour ces PME qui s'endettent majoritairement auprès des banques ? Est-ce qu'on a constaté ça ?

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

C'est vrai en théorie, mais les chiffres qu'on a à ce jour sont plutôt rassurants. Les données ne montrent pas de rationnement significatif du crédit, en particulier pour le crédit d'investissement. Selon les enquêtes de la Banque de France, près de 95% des PME obtiennent la totalité ou presque la totalité des crédits d'investissement qu'elles ont demandé à leur banque. La situation pour les crédits de trésorerie est moins favorable, en partie pour les micro-entreprises. Mais à ce stade, on ne peut pas dire que les PME rencontrent de manière généralisée des difficultés d'accès au crédit.

VINCENT BIGNON

On observe néanmoins une hausse des faillites d'entreprises depuis fin 2021. Si cette hausse n'est pas due à une augmentation des difficultés de financement, alors comment l'interpréter ?

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

Il faut remettre cette hausse du nombre de faillites dans une perspective historique. En 2019, juste avant la pandémie, nous avons enregistré en France environ 51 000 faillites. Ce chiffre était relativement bas au regard de la moyenne historique, qui était autour de 60 000 faillites par an dans les années 2010. En décembre 2021, le chiffre est tombé à 27 000 sur 12 mois. En octobre 2024, sur 12 mois toujours, nous sommes un peu au-dessus de la moyenne des années 2010, donc environ 64 500 faillites sur les 12 derniers mois. Alors ça ne va pas être beaucoup, mais cela reflète en partie des faillites qui auraient dû se produire pendant et juste après la pandémie, mais qui n'ont pas eu lieu en raison des aides publiques et aussi de la fermeture temporaire des tribunaux de commerce.

VINCENT BIGNON

Il y a un autre facteur.

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

Oui, il y a un autre facteur qui est qu'on a observé en 2018 et jusqu'en 2021 une hausse très forte des créations d'entreprises, de l'ordre de plus 14 à plus 17% par an. Or, statistiquement, on sait que le risque de faillite augmente en trois ans après la création des

entreprises. Donc là, on a aussi le retour d'entreprises qui ont été créées sur cette période-là et qui n'ont pas survécu.

VINCENT BIGNON

D'accord, donc ça c'est au niveau des chiffres, mais tout de même, est-ce que tous ces chiffres ne contredisent pas ce que vous avez dit avant sur la relative innocuité de la hausse des taux pour les PME françaises ?

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

Donc ça c'est la différence entre les moyennes et l'hétérogénéité. Je ne suis pas allée jusqu'à présent de moyenne. La pandémie a temporairement rebattu les cartes du secteur productif. Certaines entreprises ont souffert plus que d'autres, mais ont été soutenues par les pouvoirs publics. Donc comme on vient de le dire, elles n'ont pas fait faillite pendant la pandémie, et maintenant que les soutiens disparaissent, elles sont en difficulté. Et d'autres ont bien tiré leur épargne du jeu, et en plus ont été soutenues par les aides publiques. Donc on a observé une très forte augmentation de l'hétérogénéité des situations individuelles. On le voit quand on compare l'évolution du chiffre d'affaires, des profits, de l'endettement, en regardant au sein même d'une taille d'entreprise et d'un secteur, évidemment en ne comparant pas le textile avec l'agriculture. Lorsque les taux d'intérêt ont augmenté en 2022 et 2023, l'hétérogénéité entre entreprises était en cours de résorption, mais encore importante par rapport à 2019. Donc à côté de la moyenne qui a été relativement résiliente, il existait un nombre anormal d'entreprises, soit en très bonne forme, soit en situation périlleuse. Et ce sont ces entreprises en situation périlleuse qui aujourd'hui deviennent vulnérables et disparaissent, et non pas celles qui sont autour de la moyenne. Ce n'est pas contradictoire. Il reste que toutes les PME sont sensibles à la conjoncture. Je parle simplement d'un effet des taux d'intérêt de la pandémie qui a donc relativement épargné la moyenne, mais pas nécessairement les entreprises dans les extrémités des distributions.

VINCENT BIGNON

D'accord. Depuis juin 2024, la BCE et l'Eurosystème ont baissé plusieurs fois leur taux d'intérêt. Quand les entreprises vont-elles pouvoir en bénéficier ?

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

Vincent, ce qui était vrai à la hausse reste vrai à la baisse. Donc les taux des emprunts obligataires ont baissé avant même la première baisse des taux de la BCE en juin 2024. Les taux des emprunts bancaires, eux, ont amorcé leur baisse, mais à un rythme plus lent. Donc les grandes entreprises vont pouvoir rapidement profiter de la baisse des taux de marché, notamment celles qui, en 2022 et 2023, ont refinancé leurs emprunts avec des nouveaux emprunts à plus courte date. C'est-à-dire que la dette qui venait à échéance en 2022 et 2023, ils l'ont remplacée par des emprunts à plus courte date sur les marchés, ce qu'on a bien observé, un raccourcissement de la maturité moyenne pour les grandes entreprises sur cette période. Ce qui était une bonne politique puisque maintenant ces emprunts à court terme viennent à échéance et peuvent rapidement les remplacer par des emprunts avec des taux d'intérêt plus bas. Donc de manière plus générale, les entreprises vont emprunter à des taux de plus en plus faibles. Et ces nouveaux emprunts vont se substituer à des emprunts à

taux très faibles contractés avant 2022, mais aussi à des emprunts à taux plus élevés contractés en 2022 et 2023. Et enfin, il ne faut pas l'oublier, à des nouveaux emprunts pour financer des nouveaux projets. Nous avons fait la Banque de France des projections pour l'année 2025 et en moyenne, si on met tout ensemble, nous n'anticipons pas de hausse très forte ni de baisse très forte des taux d'intérêt effectifs sur les encours de dette bancaire. C'est-à-dire qu'au total, si on regarde tous ces effets, le taux effectif sur les encours de dette bancaire en moyenne va continuer à légèrement augmenter et se stabiliser au cours de l'année 2025. Donc il ne va pas massivement baisser, mais les refinancements sont à des taux suffisamment bas pour que le taux effectif n'augmente pas.

VINCENT BIGNON

Donc ça c'est du côté des taux et du côté des volumes de prêts, des volumes de crédits.

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

Et oui, parce que depuis 2021, les entreprises se désendettent. D'abord, elles remboursent leurs prix garantis par l'État, les PGE, et puis de manière plus générale, elles se désendettent, et c'est normal, puisque les taux sont plus élevés, elles n'ont pas nécessairement envie d'augmenter leur endettement. Et donc, ce qui évolue, évidemment, va réduire la charge de la dette progressivement. Mais on sait quand même que les entreprises en France ont un endettement qui est très supérieur aux autres pays européens, et donc ça va prendre un certain temps avant qu'elles reviennent dans le peloton européen

VINCENT BIGNON

Finalement, quels enseignements tirez-vous de ce cycle de hausse des taux jusqu'en juin et de la baisse qui commence depuis juin ?

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

Je tire essentiellement deux enseignements de l'épisode. D'abord, Il existe beaucoup d'hétérogénéité entre les entreprises européennes, mais dans les grands pays, dans l'ensemble, les entreprises sont plutôt comme les entreprises françaises, avec un poids important de l'endettement bancaire à taux fixe et à relativement long terme. Cela signifie que la hausse des taux a des effets retardés sur la charge d'intérêt dans les entreprises en moyenne dans la zone euro, ce qui a amorti l'impact de la hausse des taux sur leur paiement d'intérêt, mais qui également a bâti la baisse, et donc ce qui signifie que la hausse passée des taux va continuer à se faire sentir un certain temps dans les bilans bancaires avant de refluer. Le deuxième enseignement, c'est que contrairement à l'intuition, les PME ont été relativement protégées par rapport aux grandes entreprises et aux entreprises de taille intermédiaire durant cet épisode. C'est la combinaison de trois facteurs. D'abord, moins de dettes. Le deuxième enseignement, c'est que contrairement à l'intuition, les PME ont été relativement protégées par rapport aux grandes entreprises et aux entreprises de taille intermédiaire durant cet épisode. C'est la combinaison de trois facteurs. D'abord, moins de dettes. Deuxièmement, une dette à plus long terme que les grandes entreprises. Et troisièmement, plus de trésorerie, en tout cas au début de la hausse des taux. En réalité, les PME sont plus vulnérables à des chocs comme la hausse des prix de l'énergie ou à la conjoncture qu'à la baisse des taux d'intérêt elles-mêmes.

VINCENT BIGNON

Ceci est une bonne nouvelle. Merci beaucoup Agnès pour cette conversation très éclairante.

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

Merci à vous Vincent et merci à vous, auditrices, auditeurs, de nous avoir écoutés jusqu'au bout.

VINCENT BIGNON

Et à bientôt

VOIX OFF

Merci aux services qui nous ont aidés à préparer cet épisode. Si vous l'avez aimé, n'hésitez pas à vous abonner à Dialogue Éco, à laisser des commentaires et des étoiles. A bientôt pour une prochaine conversation économique avec les experts de la Banque de France.