

Perspectives

Apériodique – n°20/313 – 2 décembre 2020

Le point de vue

Entreprise, où est la crise ?

Dans sa dernière revue de stabilité financière, la BCE s'interroge sur les risques portés par les entreprises de la zone euro du fait de la crise.

La baisse de l'activité a eu un coût immédiat sur la rentabilité des entreprises. Dans la zone euro, les marges bénéficiaires ont chuté de 6% au premier trimestre 2020 et de 18% au deuxième. **Cependant, au deuxième trimestre 2020, les défaillances d'entreprises ont chuté de 41,7% sur un an en moyenne.** Le taux de défaillance des indépendants a pour sa part augmenté, mais il reste proche de sa moyenne de long terme. En revanche, la baisse de 28,5% du nombre de nouvelles entreprises enregistrées au cours du printemps doit alerter.

Illusion d'optique ou efficacité du soutien public ?

Ces évolutions sont certes redevables des suspensions des déclarations de faillite mais aussi largement des mesures de prévention qui ont permis de pallier les risques de liquidité liés aux besoins de trésorerie à défaut de pallier la baisse du chiffre d'affaires. **Ces mesures de soutien ont permis aux sociétés non-financières (SNF) d'augmenter leurs réserves de liquidité et d'améliorer leur trésorerie.** Leurs actifs liquides ont augmenté de 9,6% au premier trimestre et de 18% au deuxième.

Les dispositifs de chômage partiel et de report des charges ont permis de limiter les coûts liés à la réduction temporaire d'activité. Les garanties étatiques sur les prêts ont permis d'allonger les maturités, de payer les intérêts, les dépenses de fonctionnement et d'ajuster la production au nouvel environnement. La part des prêts faisant l'objet de garanties d'État était de 1,6% en Allemagne, de 4,8% en France, de 5,6% en Italie et de 9,2% en Espagne au deuxième trimestre 2020. Pour les grandes entreprises, ces prêts comptent pour 3,8% du total en moyenne en zone euro ; pour les PME, 14,3%. **Les moratoires sur les prêts aux SNF ont aussi joué un rôle.** Leur part est de 2,6% du total des prêts en Allemagne, de 7,7% en France, de 13,9% en Italie et de 0,2% en Espagne.

L'impact de ces politiques a été plus important en Italie et en Espagne, où le stress de liquidité serait intervenu plus rapidement qu'en France ou en Allemagne. Selon la BCE, **ces dispositifs** auraient réduit de trois quarts la probabilité que les SNF connaissent une crise de liquidité au cours des deux premiers mois de la crise pour l'Espagne, de deux tiers pour la France et l'Allemagne et de moitié pour l'Italie. Ainsi, ils **ont permis d'allonger l'horizon sur lequel les entreprises ont pu faire face à leurs passifs avant la reprise de leurs chiffre d'affaires.**

L'ensemble de ces mesures sont temporaires et ont reporté les besoins de financement et favorisé la hausse de l'endettement. Elles se sont par conséquent accompagnées d'un abaissement des notations ou des perspectives de notation d'un certain nombre d'émetteurs *corporate*. Ainsi, la probabilité de défaut

sur les prêts aux SNF a augmenté de 2% fin 2019 à 2,6% en septembre 2020, la hausse étant quatre fois plus importante pour les PME que pour les grandes entreprises (selon Anacredit).

Ce qui inquiète la BCE

Durant la phase initiale de la pandémie, les entreprises ont augmenté leur endettement bancaire principalement pour couvrir leurs dépenses courantes de fonctionnement, avec des prêts de maturité inférieure à un an. Au deuxième trimestre, l'endettement bancaire est resté à un niveau élevé, pendant que l'endettement de marché des entreprises atteignait des niveaux records, grâce à l'action stabilisatrice de la BCE sur les marchés. Avec le rebond de l'activité de l'été, les émissions *corporate* et le flux d'endettement bancaire ont ralenti, tout en demeurant soutenus. Entre-temps, les sociétés non-financières ont allongé la maturité moyenne de leurs prêts (la part des flux nets de crédits de maturité supérieure à cinq ans a augmenté de 57% en moyenne en 2019 à 100% en septembre 2020), en réduisant ainsi leurs besoins de refinancement immédiat et en consolidant à plus long terme les conditions de financement actuelles très favorables. Le volume des garanties étatiques a dépassé le montant net des nouveaux crédits, ce qui suggère que des crédits existants ont été transformés en prêts garantis, notamment en Italie et en Espagne.

Malgré une remontée du risque sous-jacent, les conditions de crédit restent favorables. Les garanties publiques ont réduit les risques de perte et contenu la pression à la hausse sur les taux, causée par des probabilités de défaut plus élevées.

Mais la BCE s'inquiète du fait que les conditions de crédit pourraient se tendre rapidement avec la fin de ces dispositifs. Pour les plus grandes entreprises, la remontée de l'endettement préoccupe moins la BCE. Plus de la moitié de la hausse du ratio dette/PIB serait, en effet, expliquée par la baisse du dénominateur. La reprise progressive de l'activité ferait donc baisser mécaniquement le ratio. Mais surtout, l'augmentation de la dette s'est accompagnée d'une hausse de même ampleur des liquidités, maintenant la dette nette stable. Néanmoins, si cette stabilité est observée sur la moyenne des SNF, **il existe une importante hétérogénéité entre secteurs et d'importantes fragilités apparaissent dans les secteurs les plus touchés par la crise, où la dette nette a augmenté et où le risque de refinancement s'est fortement accru.**

Ne pas rejouer 2009

La BCE a publié un indicateur composite de vulnérabilité des entreprises en fonction de multiples facteurs : l'évolution de l'activité, de la profitabilité, du niveau d'endettement, du risque de refinancement, du coût du service de la dette. **Selon cet indicateur, le degré de vulnérabilité serait au même niveau que celui atteint lors de la crise souveraine de 2012, mais il serait inférieur à celui de la grande crise économique et financière de 2009.** La hausse de l'indicateur en 2020 est principalement due à la baisse de l'activité, à la dégradation observée et anticipée de la profitabilité et à la hausse de l'endettement, mais le risque de refinancement et le coût du service de la dette jouent, en revanche, un rôle d'atténuation des vulnérabilités, alors qu'ils avaient fortement contribué à leur remontée en 2009. **Des conditions de financement favorables et des maturités longues expliquent ces évolutions aujourd'hui. Les garanties étatiques et les moratoires sur les prêts et la suspension des déclarations de défaillance ont donc largement contribué à circonscrire les vulnérabilités.**

À l'évidence, ces mesures de soutien ont été très efficaces pour limiter la vulnérabilité des entreprises. La prolongation récente des dispositifs de chômage partiel va permettre aux entreprises de maintenir les capacités de production à un moindre coût, tant que l'activité est interrompue ou restreinte. En revanche, les reports de charges et les prêts garantis par l'État n'ont, pour une part, pas été reconduits après la fin 2020, dans certains pays. **Le risque lié à un retrait trop rapide de ces dispositifs est mis en évidence par la BCE, puisqu'il s'agit non seulement d'un arrêt de la fourniture de liquidités aux entreprises, mais également du déclenchement du remboursement des exonérations temporaires accordées.** Cela s'applique aux moratoires et aux reports de charges, mais aussi aux prêts garantis de plus courte durée. **La cessation simultanée des mesures politiques pourrait déclencher une inflexion de la**

trajectoire de reprise. Le risque d'un effet d'escalade serait concentré sur le premier semestre de 2021.

Une fois de plus, la BCE appelle les États à fournir une action de soutien en complément des mesures déployées sur le front monétaire avec le PEPP et les TLTRO. Cet appel à ne pas retirer trop vite les soutiens budgétaires à l'économie est réitéré par les autorités européennes. **Il sera donc nécessaire, pour accompagner une croissance plus poussive début 2021, soit de déployer de nouvelles mesures de soutien, soit de retirer plus tardivement qu'annoncé dans les projets de budget pour 2021¹ les mesures déjà déployées. ■**

Paola Monperrus-Veroni

paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr

¹ [Zone euro : Baisser le déficit en maintenant le soutien à l'économie : le défi des budgets en 2021, Perspectives N°20/302](#), 24 novembre 2020.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
01/12/2020	<u>Qatar – Un plan de soutien massif pour contenir la crise</u>	Moyen-Orient
30/11/2020	<u>France – Un deuxième confinement moins négatif pour l'économie</u>	France
27/11/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
25/11/2020	<u>Point d'étape sur la notation souveraine des pays émergents par les agences de rating</u>	Emergents
25/11/2020	<u>Allemagne – Conjoncture : PIB au T3 2020</u>	Allemagne
25/11/2020	<u>Chine – Une désinflation qui interroge</u>	Chine
24/11/2020	<u>Zone euro – Baisser le déficit en maintenant le soutien à l'économie : le défi des budgets en 2021</u>	UE
24/11/2020	<u>Pologne & Hongrie – La soutenabilité du veto au plan de relance européen</u>	PECO, UE
23/11/2020	<u>Mexique – Que nous disent les agences de rating ?</u>	Amérique latine
20/11/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
18/11/2020	<u>Les monnaies digitales de banque centrale : opportunité ou menace pour les banques ?</u>	Banques
17/11/2020	<u>BCE – Chroniques virtuelles de Sintra</u>	UE
13/11/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
10/11/2020	<u>L'OBSERVATOIRE financier des Entreprises Agroalimentaires</u>	Agri-agro
10/11/2020	<u>Inde – Comme une petite lueur dans le noir</u>	Asie
10/11/2020	<u>Embellie sans lendemain ? Dessiner 2021</u>	UE
09/11/2020	<u>UE – Commission européenne : les prévisions d'automne annoncent un gel hivernal sur la croissance</u>	UE

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication et rédacteur en chef : Isabelle Job-Bazille

Documentation : Dominique Petit - **Statistiques :** Robin Mourier

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com>

iPad : application **Etudes ECO** disponible sur l'App store

Android : application **Etudes ECO** disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.