

Perspectives

Apéridotique – n°22/374 – 8 décembre 2022

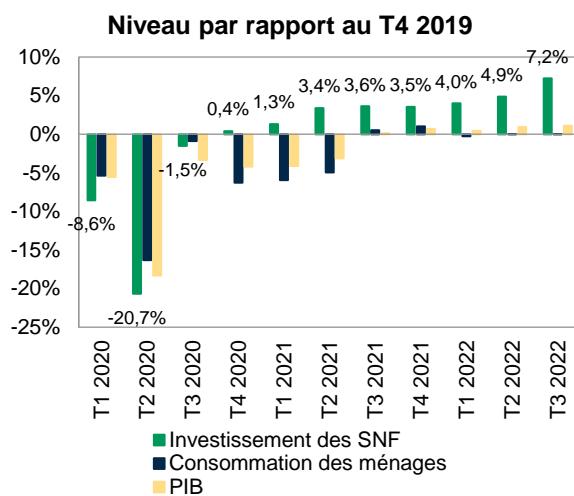
FRANCE – Investissement et santé financière des entreprises

- L'investissement des entreprises est particulièrement dynamique depuis la fin du premier confinement en 2020. Les entreprises ont bénéficié d'un contexte favorable avec une abondance de soutiens publics et des conditions de financement particulièrement avantageuses.
- Le retour de l'inflation pourrait mettre un terme à cette dynamique. La forte hausse des coûts de production et une demande finale qui reste modérée limitent le pouvoir de fixation des prix, ce qui entraîne une dégradation des marges dans de nombreux secteurs. En parallèle, la politique monétaire est moins accommodante et les taux d'intérêt remontent rapidement.
- Dans ce contexte inflationniste, les entreprises craignent aussi le ralentissement à venir de l'activité économique et sont incitées à la prudence. Elles maintiennent un matelas de trésorerie important pour faire face à la hausse des besoins de trésorerie. En effet, à la hausse des coûts de production viennent s'ajouter la fin des soutiens mis en place pendant la crise sanitaire mais également le remboursement des prêts garantis par l'État, en particulier pour les PME.
- Nous observons également une reprise des défaillances d'entreprises. S'il s'agit jusqu'à présent d'un retour à la normale lié à la reprise des procédures de redressement après deux ans d'interruption, cette tendance devra être surveillée afin d'éviter tout dérapage dans un contexte de ralentissement économique.
- Les entreprises restent toutefois financièrement solides jusqu'à présent. Au niveau macroéconomique, elles n'ont pas encore commencé à puiser dans le matelas de trésorerie constitué pendant la crise et devraient être plutôt résistantes dans les mois à venir.

Un investissement toujours soutenu

Rebond rapide et potentiel de ratrappage

L'investissement des sociétés non financières (SNF) est la composante du PIB qui a connu le redémarrage le plus rapide suite au confinement du printemps 2020. Après un rebond mécanique dès l'été 2020, l'investissement a été soutenu par les politiques publiques mais également par un certain opportunisme des entreprises qui ont longtemps bénéficié de conditions de financement particulièrement favorables avec une politique monétaire accommodante garantissant des taux bas sur les marchés obligataires mais également un accès facilité au crédit bancaire et des taux de crédit très modérés.



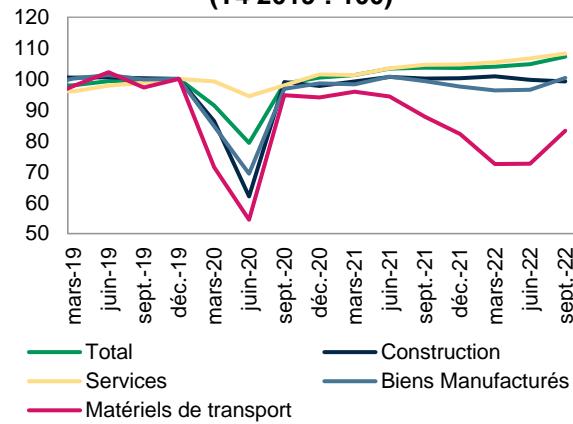
Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

L'investissement des SNF a ainsi dépassé son niveau d'avant-crise Covid dès la fin d'année 2020 tandis que la consommation est restée longtemps pénalisée par les confinements et les vagues successives de restriction. Lors des confinements, certains commerces étaient fermés et la consommation de services est restée perturbée plus longtemps encore avec les couvre-feux et les fermetures de certains établissements mais aussi par des flux touristiques réduits. Depuis

le second semestre 2021, la consommation est également pénalisée par l'inflation croissante si bien qu'au troisième trimestre 2022, la consommation des ménages était en léger recul et s'établissait au même niveau qu'au T4 2019.

L'investissement dans la construction est reparti rapidement tout comme l'investissement dans les services et dans la propriété intellectuelle tandis qu'après un premier rebond, l'investissement en matériels de transport a été pénalisé par les contraintes d'offre depuis le début d'année 2021. En effet, même si la demande des entreprises est restée soutenue, le décalage de la reprise entre pays occidentaux et pays exportateurs – notamment en Asie – a entraîné des tensions sur les chaînes de valeur mondiales et même des pénuries de certains biens intermédiaires. Sans semi-conducteurs, la production automobile a ainsi été contrainte. L'allègement des contraintes d'offre a permis une reprise de l'investissement en matériels de transport au T3 2022. Il s'agit d'ailleurs du principal moteur de la croissance française au T3 puisque l'investissement des SNF a progressé de 2,1% au T3 par rapport au trimestre précédent, l'investissement en matériels de transport bondissant de près de 15% sur la période. Il n'a cependant toujours pas retrouvé son niveau d'avant-crise et pourrait se rétablir progressivement à mesure que la production reprend dans le secteur même si les freins à l'investissement devraient être de plus en plus puissants.

Investissement par poste (T4 2019 : 100)



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

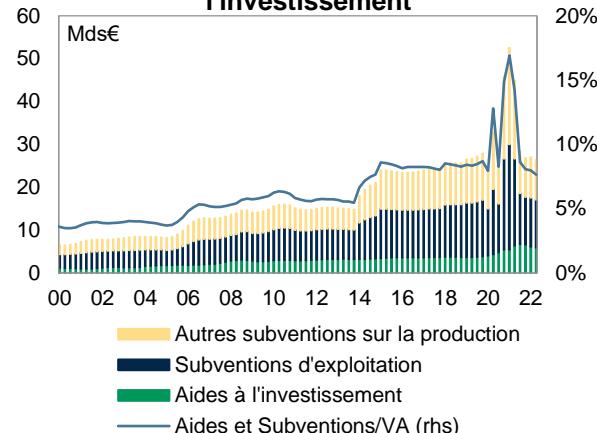
Des facteurs structurels de soutien

Le rebond de l'investissement a été facilité par la mise en place d'aides au cœur de la pandémie. Ces aides, comme les exonérations et reports de cotisations sociales et d'impôts ou la mise en place du chômage partiel, ont soulagé la trésorerie des entreprises pendant les phases d'arrêt de l'activité. En outre, elles n'ont été levées que progressivement pendant la reprise de l'activité économique en 2021 ce qui a permis un

redressement des marges et une amélioration de la capacité de financement des entreprises.

Avec les soutiens à la reprise (France Relance, France 2030), les aides ciblées à l'investissement ont également augmenté passant de 14 Mds€ en 2019 à 25 Mds€ en 2021 selon les comptes des entreprises de l'Insee, soit une augmentation de 69%. Dans le cadre du plan de Relance présenté à l'automne 2020, 3,1 Mds€ d'investissements ont ainsi été déboursés pour la décarbonation de l'industrie ; 2 Mds€ pour la modernisation des filières automobiles et aéronautiques. 3,2 Mds€ de soutiens publics ont été accordés pour soutenir les secteurs industriels identifiés comme critiques et 6 Mds€ pour l'implantation industrielle dans les territoires avec pour objectif de réindustrialiser la France.

Subventions et aides à l'investissement

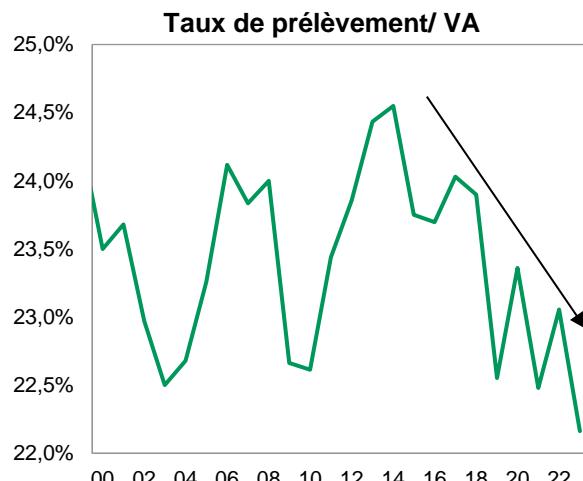


Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

On remarque aussi que l'accent est mis sur l'investissement dans les secteurs industriels, en particulier ceux « d'avenir » et à forte valeur ajoutée comme l'électronique et les télécommunications mais aussi les secteurs importants pour des questions de souveraineté. En effet, la production de produits de santé fait partie des secteurs critiques ciblés par le plan de Relance et le plan France 2030, tandis que la guerre en Ukraine a remis au premier plan les sujets de souveraineté énergétique et alimentaire. L'agroalimentaire fait ainsi également parti des secteurs identifiés comme critiques tout comme les intrants industriels. Les soutiens à l'investissement destinés à accélérer la transition énergétique sont également jugés prioritaires : filière hydrogène, énergies renouvelables, filière nucléaire.

Ainsi, si les soutiens ciblés sur l'investissement devraient légèrement ralentir après avoir été particulièrement importants en 2021, ils resteraient durablement supérieurs à leurs niveaux d'avant-crise Covid. Les montants engagés dans le cadre du plan de relance et du plan France 2030 seront déboursés sur plusieurs années.

En outre, en dehors des aides ciblées à l'investissement, nous observons depuis 2013 et la mise en place du CICE (Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi), **une baisse tendancielle des prélevements obligatoires à la charge des entreprises**. En plus du CICE qui coûte environ 20 Mds€ par an et qui a été transformé en baisse de charges pérennes en 2019, nous noterons une baisse des cotisations sociales sur les bas salaires mais aussi la forte baisse des impôts de production. En effet, dans le cadre du plan de relance une première baisse de 10 Mds€ des impôts de production a eu lieu, suivie par la suppression progressive de la CVAE (Contribution sur la valeur ajoutée des entreprises) pour 9 Mds€ supplémentaires. Le taux d'imposition sur les bénéfices (c'est-à-dire l'impôt sur les sociétés) a également été réduit, passant de 33,3% en 2017 à 25% en 2022. Si ces mesures sont très coûteuses et si leur efficacité est souvent remise en question (notamment en termes d'impacts sur l'emploi et l'investissement), elles contribuent néanmoins à l'amélioration de la compétitivité-coût des entreprises françaises et à l'amélioration de leurs capacités de financement, en particulier pour les entreprises industrielles, premières bénéficiaires de la baisse des impôts de production.



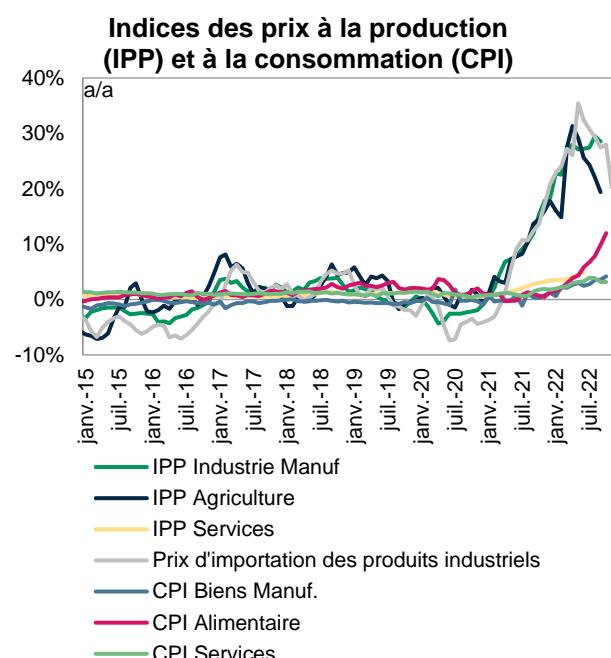
Vers un atterrissage de l'investissement ?

Degré d'aterrissage des marges

En Europe, la demande domestique reste relativement modérée. Comme mentionné précédemment, au T3 2022, la consommation des ménages s'établissait tout juste au même niveau qu'avant la crise sanitaire.

Alors que la hausse du prix d'importation des produits industriels dépasse encore les 20% sur un an, l'inflation des prix à la consommation s'est établie à 6,2% en octobre. Les IPP présentés ci-dessous ne correspondent pas exactement à la

hausse des coûts de production mais mesurent les variations de prix en sortie d'usine. Ils n'englobent pas seulement les produits finis mais également l'évolution des prix de certains biens semi-transformés et biens intermédiaires utilisés ensuite dans d'autres processus de production et sont donc de bons indicateurs avancés pour analyser l'évolution des prix à la consommation et notamment la répercussion des hausses de coûts au consommateur final. Ainsi, face à une demande atone, le pouvoir de fixation des prix des entreprises est limité. La hausse des coûts de production n'est ainsi que partiellement répercutée sur les prix de vente et ce avec un retard important.



En ne répercutant qu'une partie de la hausse du prix des biens intermédiaires et matières premières sur leurs prix de vente, les entreprises subissent des pressions sur leurs marges.

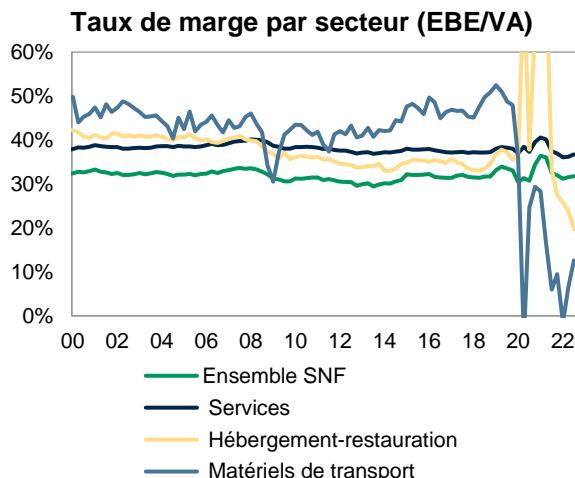
Le taux de marge des entreprises non financières évoluait avant la crise du Covid autour de 32% avec une tendance légèrement haussière suite aux allègements fiscaux opérés depuis 2013. Après un léger recul en 2020, le taux de marge a fortement rebondi en 2021, dépassant 34%. Les entreprises ont en effet pu bénéficier à la fois du rebond de l'activité et de soutiens publics toujours assez abondants avec, par exemple, un fonds de solidarité à hauteur de 24 Mds€ en 2021. La capacité de financement des entreprises a été particulièrement élevée, atteignant 40 Mds€ en 2021 et participant au net rebond de l'investissement.

Impact Budgétaire des mesures de soutien aux entreprises		
en Md€	2020	2021
Activité partielle	25,8	8,1
Fonds de solidarité et aides annexes	15,9	23,9
Exonérations des cotisations sociales	5,8	2,9
Total	47,5	34,9

Sources : PLF 2023, Crédit Agricole SA ECO¹

Depuis le début d'année 2022, nous observons une érosion progressive du taux de marge qui est repassé sous les 32%. Les profits des SNF (marges après impôts, intérêts et dividendes), en très net rebond en 2021 reculent ainsi en 2022 : l'acquis de croissance au T3 est de -6% pour l'année 2022.

Ce ralentissement touche la plupart des secteurs de l'économie mais est particulièrement marqué dans les secteurs dont l'activité peine à retrouver ses niveaux d'avant-crise comme l'automobile (et plus largement la production de matériels de transport) et dans les secteurs ayant beaucoup bénéficié des soutiens pendant la crise sanitaire comme l'hôtellerie-restauration. Les coûts de main-d'œuvre sont à nouveau intégralement à la charge des entreprises avec la fin du chômage partiel et les coûts de production augmentent. Dans le cas de l'hôtellerie-restauration, nous soulignerons d'ailleurs que les produits alimentaires et agro-alimentaires dont les prix progressent à un rythme particulièrement élevé représentent environ 60% des consommations intermédiaires du secteur et contribuent donc fortement à l'érosion des marges.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

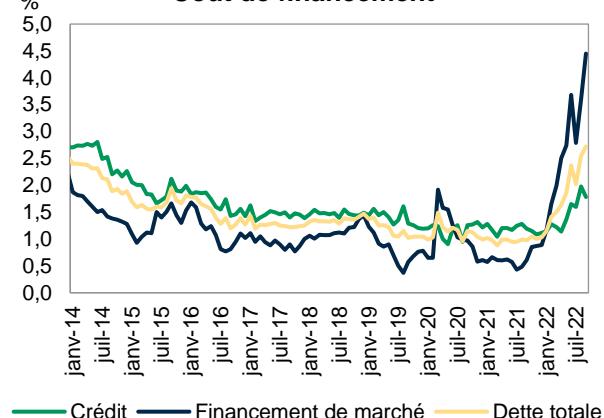
En outre, certaines entreprises font également face au remboursement des PGE (prêts garantis par l'État) et des reports de cotisations sociales et impôts octroyés pendant la crise sanitaire. Ces éléments contribuent à la dégradation de la capacité de financement des entreprises.

Remontée des taux

Si l'investissement s'est jusqu'à présent maintenu malgré une politique monétaire moins accommodante depuis le début d'année, c'est notamment grâce à la persistance d'effets de rattrapage post pandémie. Ces effets devraient progressivement s'estomper et le resserrement des conditions de financement pourrait peser sur l'investissement des entreprises.

L'impact brutal du resserrement monétaire est particulièrement visible sur les marchés financiers. Depuis le mois de juillet, la BCE a relevé ses taux directeurs de 200 points de base à l'heure où nous bouclons cette note (c'est-à-dire avant la probable hausse de 50 pdb des taux directeurs lors de la réunion de politique monétaire du mois de décembre). Le coût du financement obligataire pour les SNF a ainsi augmenté de plus de 350 pdb en un an pour atteindre 4,5% en moyenne en septembre. En parallèle, le coût du financement bancaire remonte mais à un rythme plus modéré pour atteindre 1,8% en moyenne en septembre 2022. Nous observons d'ailleurs depuis le début de l'année un basculement du financement de marché vers le financement bancaire avec une stagnation de l'encours de titres obligataires sur un an, tandis que le crédit bancaire progresse de 7% sur la même période.

Coût de financement

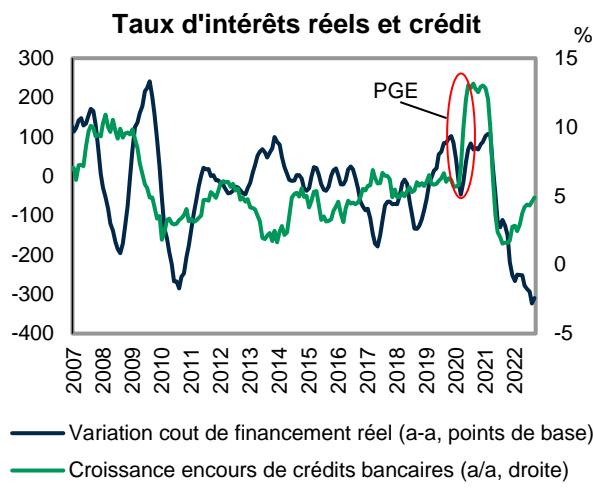


Sources : Banque de France, Crédit Agricole SA ECO

Même si les taux réels restent négatifs (avec des taux d'intérêt inférieurs à l'inflation), le resserrement des taux d'intérêt devrait contribuer au net ralentissement de l'investissement des entreprises. En effet, l'inflation a dans un premier temps précipité les taux d'intérêt réels à la baisse. Suite au resserrement monétaire entamé par les banques centrales et au probable freinage de l'inflation à partir de 2023, nous attendons une remontée des taux d'intérêt réels qui devrait contraindre l'accès au financement des entreprises déjà incitées à la

¹ Ne comprend pas les PGE et les reports d'échéances fiscales et sociales, soulageant la trésorerie des entreprises mais n'ayant pas d'impact budgétaire.

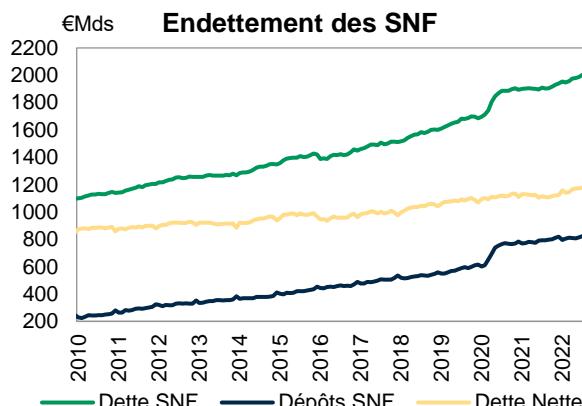
prudence par l'incertitude économique et le ralentissement de l'activité.



Hausse des défaillances, attention au dérapage

Les besoins de trésorerie se multiplient

Au niveau macroéconomique, les entreprises disposent toujours d'un matelas de trésorerie assez important. En effet, si elles ont profité de conditions de financement avantageuses sur les marchés obligataires et des PGE pour contracter de la dette au cœur de la crise sanitaire, les autres mesures de soutien permettaient en même temps de soulager leur trésorerie. Une part importante de ce nouvel endettement a ainsi été épargnée à titre préventif et est venue garnir les dépôts des sociétés et la dette nette des entreprises a assez peu progressé contrairement à leur dette brute. Les entreprises pourraient ainsi piocher dans ce matelas de liquidités pour faire face à la hausse des besoins de trésorerie et pour se désendetter dans un contexte de hausse des taux.

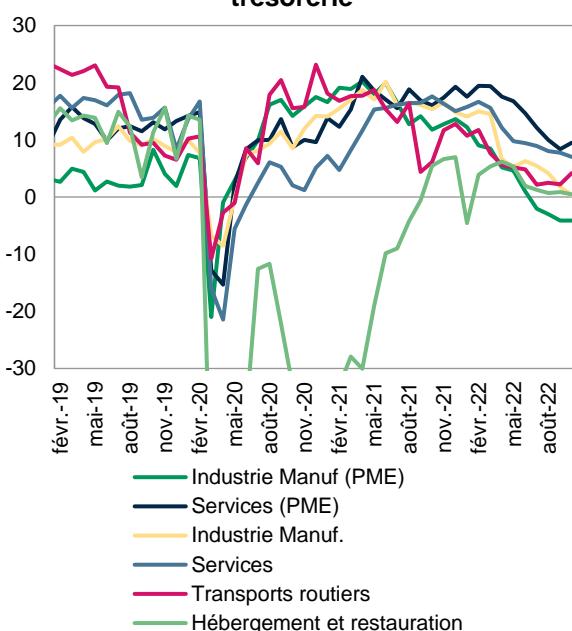


Il convient toutefois de surveiller au niveau sectoriel la multiplication des besoins de trésorerie des entreprises qui est un autre frein à l'investissement

et pèse sur la capacité de financement des sociétés financières. Comme mentionné précédemment, avec la suppression des aides mises en place pendant la pandémie, les entreprises doivent à nouveau supporter l'ensemble des coûts salariaux mais également rembourser certains reports de cotisations sociales et impôts. Entre la mise en place des mesures d'urgence au début d'année 2020 et mars 2021, 50 Mds€ de reports de cotisations sociales ont été accordés, 60% avaient été régularisés et 22 Mds€ restaient à rembourser à la fin du mois de juin 2021 selon le rapport du Comité de suivi et d'évaluation des mesures de soutien financier aux entreprises confrontées à l'épidémie de Covid-19.

Près de 150 Mds€ de prêts garantis par l'État ont également été accordés dont 120 Mds€ entre le printemps et l'été 2020. Les entreprises pouvaient bénéficier d'un report d'un an de tout remboursement et d'un an supplémentaire pendant lequel seuls les intérêts devaient être payés. Depuis le printemps 2022, nous arrivons à la fin de ces deux ans de décalage de remboursement et les entreprises doivent commencer à s'acquitter des PGE contractés. La Banque de France indique que seules 3% des entreprises ayant souscrit un PGE auront des difficultés à le rembourser, tandis que 9% des entreprises affirment qu'elles auront des difficultés à faire face à leurs échéances de remboursement, selon des données d'enquête. Des chiffres modérés dans les deux cas.

Soldes d'opinion sur la situation de trésorerie



Toutefois, nous retrouvons ces inquiétudes des entreprises dans les dernières enquêtes de conjoncture. Les soldes d'opinion des chefs d'entreprise sur leur situation de trésorerie restent à

des niveaux historiquement élevés, mais se dégradent depuis quelques mois face à la hausse des coûts de production et aux autres besoins de trésorerie mentionnés plus haut, en particulier dans l'hébergement-restauration (qui a bénéficié de 15% des PGE accordés) et chez les PME du secteur manufacturier.

Vers un retour à la normale des défaillances

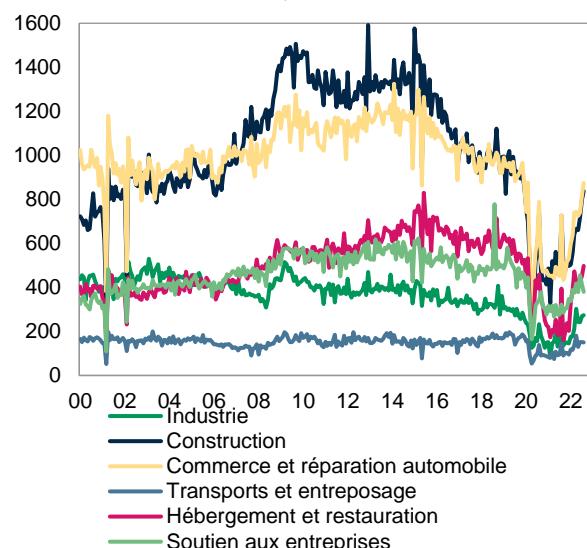
Les défaillances sont en forte hausse depuis le début de l'année 2022. Avec la fin des mesures de soutien et la reprise des procédures de redressement, près de 10 000 défaillances ont eu lieu au T2 2022, un nombre en hausse de 49% sur un an mais toujours 20% inférieur à celui du T2 2019 (avant la pandémie de Covid-19).

La hausse des défaillances est cependant plus rapide chez les PME que chez les TPE, selon une étude récente du cabinet Altarès sur les défaillances au T2. Et même si les entreprises de moins de trois salariés représentent plus de 75% des défaillances d'entreprises, au T2 2022, le nombre de défaillances d'entreprises de 19 à 100 salariés a déjà retrouvé son niveau du T2 2019. Les données de la Banque de France confirment le retour plus rapide au niveau d'avant-crise des défaillances de petites entreprises (jusqu'à 50 salariés).

Une analyse plus précise de la démographie des entreprises est cependant nécessaire pour mieux interpréter ces hausses à première vue brutales. Tout d'abord, les créations d'entreprises ont atteint des niveaux record, avec même 2,6 millions d'entreprises en trois ans selon l'Insee, dont 700 000 sociétés commerciales. Ces nouvelles structures commerciales représentent 85% des défaillances d'entreprises. Il s'agit donc en majorité d'entreprises qui n'ont jamais été viables ou qui étaient en difficultés, et nous n'observons pas encore une forte hausse des défaillances d'entreprises viables avant la crise sanitaire mais plutôt un rattrapage de défaillances évitées ou retardées depuis plus de deux ans par les soutiens publics.

La remontée des défaillances devra toutefois être surveillée au cours des prochains trimestres. En effet, le nombre de défaillances pourrait rapidement retrouver son niveau d'avant-crise. Avec le ralentissement à venir de l'activité économique, il pourrait même le dépasser dans certains secteurs, notamment dans les secteurs déclarant des difficultés de trésorerie ou dans lesquels les marges s'érodent rapidement comme l'hôtellerie-restauration.

Défaillances, flux mensuels



Sources : Banque de France, Crédit Agricole SA ECO

Toutefois, certains soutiens publics comme le bouclier tarifaire bénéficieront également aux TPE et dans une certaine mesure aux PME (avec un amortisseur tarifaire plutôt qu'un véritable gel des prix à partir de janvier 2023). Ces dispositifs devraient atténuer les chocs sur les prix de l'énergie et donc lisser les besoins de trésorerie pour les petites entreprises souvent plus vulnérables (comme en témoigne d'ailleurs l'évolution des soldes d'opinion sur la situation de trésorerie).

À ce stade, nous n'anticipons pas de vague de défaillances pour l'année prochaine. Les réserves de trésorerie restent abondantes et n'ont pas encore été entamées, ce qui devrait permettre aux entreprises d'être résilientes dans les prochains mois malgré une moindre profitabilité et un ralentissement probable de la demande. ■

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
07/12/2022	France – Immobilier résidentiel : les nuages s'accumulent, tassemement en 2022 et 2023	France
06/12/2022	France – Des ménages plus fourmis que cigales	France
05/12/2022	Union européenne – L'Inflation Reduction Act – seuls les amis peuvent vraiment décevoir	Union européenne
02/12/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
01/12/2022	Allemagne – Un peu de répit avant une très probable entrée en récession	Allemagne
01/12/2022	COP27 : un premier pas vers la justice climatique	Afrique et Moyen-Orient
30/11/2022	Géo-économie – Le nouveau rôle des puissances secondaires	Monde
30/11/2022	Espagne – Vers un ralentissement du marché immobilier ?	Espagne
29/11/2022	Italie – Meloni funambule	Italie
28/11/2022	Qatar : quel est ce pays qui accueille la coupe du monde de football ?	Afrique et Moyen-Orient
25/11/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
23/11/2022	La décarbonation des usages, point de passage obligé pour celle de l'économie - N°3	Sectoriel
23/11/2022	Brésil – Première épreuve : un nouveau budget pour 2023	Amérique latine
22/11/2022	Royaume-Uni – L'austérité bis	Royaume-Uni
22/11/2022	Zone euro – Inflation : inventaire des risques pour les ménages	UE
18/11/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
17/11/2022	Nigéria – Le risque de défaut s'accentue, les agences dégradent le rating du pays	Afrique et Moyen-Orient
17/11/2022	La téléconsultation, solution aux déserts médicaux ?	Sectoriel
16/11/2022	Royaume-Uni – Conjoncture : Baisse du PIB de 0,2% au troisième trimestre	Royaume-Uni
16/11/2022	Géo-économie – En Amérique latine, une présence chinoise devenue globale	Amérique latine, Asie
16/11/2022	Amérique latine – Au-delà des aventures singulières	Amérique latine
16/11/2022	Israël – L'instabilité politique est permanente, mais elle a peu d'impact sur l'économie	Afrique et Moyen-Orient
14/11/2022	Avenir de l'Europe – Réforme du Pacte de stabilité et de croissance : la Commission capitalise sur l'expérience du NGEU et veut manier plus efficacement le bâton et la carotte	UE
14/11/2022	Hong Kong – Les temps difficiles	Asie
10/11/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
07/11/2022	Royaume-Uni – Politique monétaire – Resserrement des taux : l'essentiel est probablement passé	Royaume-Uni
03/11/2022	Italie – Scénario 2022-2023 : éviter la tempête parfaite	Italie
03/11/2022	Ce que les Américains nous disent de leur stratégie	Monde

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef :** Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit - **Statistiques :** Alexis Mayer, Jorge Mariano Mamani Soria

Secrétariat de rédaction : Véronique Champion

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

Consultez et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Intranet : <https://portaileco.ca-sa.adsi.credit-agricole.fr/>

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

iPad : application [Etudes ECO](#) disponible sur l'App store

Androïd : 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 (contributors 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'exhaustivité, 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.