

RISK&OPPORTUNITIES

SG Études économiques et sectorielles

Le lest de la dette des entreprises

Simon Ray

Économiste

Le niveau d'endettement des entreprises a explosé sous l'effet de la crise de la COVID-19, les pertes de revenus ayant été compensées par la contraction massive de nouvelles dettes. Les fragilités résultant de ce développement sont accrues par le fait que les économies développées ont abordé la crise avec un endettement des entreprises historiquement élevé, comme le soulignent la plupart des rapports de stabilité financière publiés avant la crise.

Cet article propose une décomposition comptable mettant en évidence le fait que les niveaux d'endettement élevés avant la crise s'expliquent par l'effet combiné de l'augmentation de la taille de l'actif des entreprises, résultant essentiellement de l'accumulation de liquidités, et par une augmentation des leviers financiers, qui doit être mise en relation avec l'un écart croissant entre le coût des fonds propres et le coût de la dette. Outre les questions de stabilité financière, le recul observé du financement en capitaux propres et le relatif assouplissement des conditions d'octroi de crédit pourraient peser sur la croissance de la productivité. Au vu de la situation du passif des entreprises, un recours accru au financement en capitaux propres des entreprises sera sans doute requis pour une reprise économique vigoureuse.

« Les sociétés non financières ont abordé cette crise avec un niveau d'endettement considérable, ce qui les rend vulnérables. Elles ont emprunté à l'excès. La plupart de ces sommes empruntées n'ont pas été dépensées à des fins productives, comme l'investissement ou l'augmentation de la masse salariale, mais ont plutôt servi au rachat d'actions et au versement de dividendes aux actionnaires. Cette frénésie d'emprunt tient au fait que les autorités de réglementation ne disposaient que de peu d'outils, voire d'aucun, pour la freiner et que la faiblesse des taux d'intérêt a permis aux entreprises d'emprunter plus facilement. »

Janet Yellen, ex-présidente de la Réserve fédérale américaine, mars 2020

Lorsqu'on évalue le degré de vulnérabilité du système financier, il est clair qu'un retour à la situation qui prévalait avant la dernière crise financière mondiale n'est pas souhaitable. Avant la crise, le Fonds Monétaire International (FMI) constatait que le degré de vulnérabilité observé à la veille de la crise financière de 2008 était

dépassé dans deux des six secteurs qu'il recense¹: les sociétés non financières² et les États³. Le gonflement de la dette souveraine a été la conséquence directe de la crise financière de 2008 dans la mesure où il a résulté en grande partie de politiques budgétaires contracycliques et, dans certains pays, d'une aide directe aux systèmes financiers. L'explication de la dynamique de l'endettement des entreprises apparaît plus compliquée.

Dans cet article, nous examinons la dynamique de l'endettement des entreprises avant la crise dans les économies développées. Ce faisant nous mettons en évidence les mécanismes qui ont conduit les entreprises à aborder la crise de la COVID-19 avec des niveaux d'endettement qui freinent indéniablement leur capacité à relever les défis à venir. De cette analyse, nous portons également un regard prospectif sur les politiques visant à faire face aux fragilités mises en évidence par la crise actuelle. Nous remettons à plus tard l'examen de la dimension sectorielle fondamentale de la question concernant l'endettement des entreprises.

Les bilans des entreprises ont gonflé depuis la crise financière de 2008

D'un point de vue comptable, le niveau d'endettement des entreprises peut s'accroître en raison soit d'une augmentation du bilan, soit d'un changement dans la composition du passif. Sur la base de cette décomposition simpliste, nous montrons qu'au niveau agrégé, la hausse de l'endettement a été associée à la fois à un gonflement des bilans et à une part croissante de la dette dans le passif des entreprises.

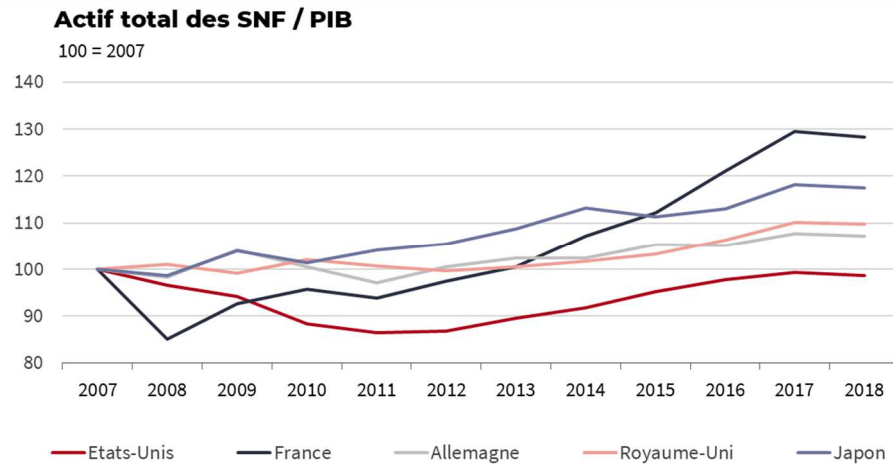
Sur la base des comptes financiers nationaux, on observe que les bilans des sociétés non financières (ci-après SNF) ont progressé ces dix dernières années dans la plupart des économies développées. Ce fait stylisé se vérifie lorsque les montants sont normalisés par le PIB (graphique 1).

¹ États souverains, Sociétés non financières, Ménages, Banques, Assureurs, Autres établissements financiers non bancaires

² Le niveau d'endettement des entreprises a fortement augmenté à l'échelle mondiale depuis 2007. En pourcentage du PIB, il est passé de 69 % en 2007 à 74 % en 2018 aux États-Unis, de 87 % à 154 % en Chine durant la même période et de 55 % à 72 % en France. ² Le Rapport du FMI sur la stabilité financière dans le monde l'exprime en termes très clairs : « l'endettement des entreprises est historiquement élevé ».

³ Global Financial Stability Report : Lower for Longer, octobre 2019, FMI

Graphique n° 1 : Dynamique des actifs des entreprises

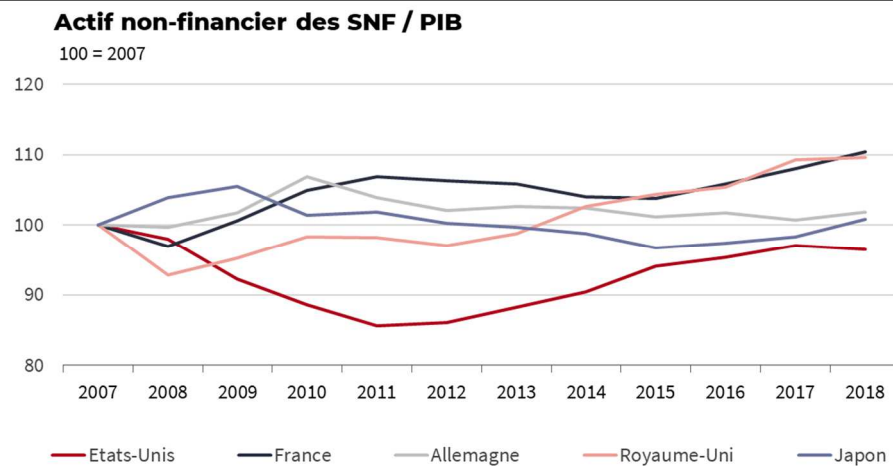


Source : OCDE, Réserve fédérale de Saint Louis, SG Études économiques et sectorielles

Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette tendance :

- **Une intensification du capital associée à une substitution entre capital fixe et travail.** Cependant, ni aux États-Unis ni dans la zone euro, la formation brute de capital fixe n'a été particulièrement dynamique depuis la dernière crise⁴. Le rôle de ce vecteur a donc été modeste⁵. Ce point de vue est également étayé par l'observation d'actifs non financiers détenus par les entreprises en pourcentage du PIB beaucoup plus stables (graphique 2).

Graphique n° 2 : Gros plan sur les actifs non financiers des entreprises



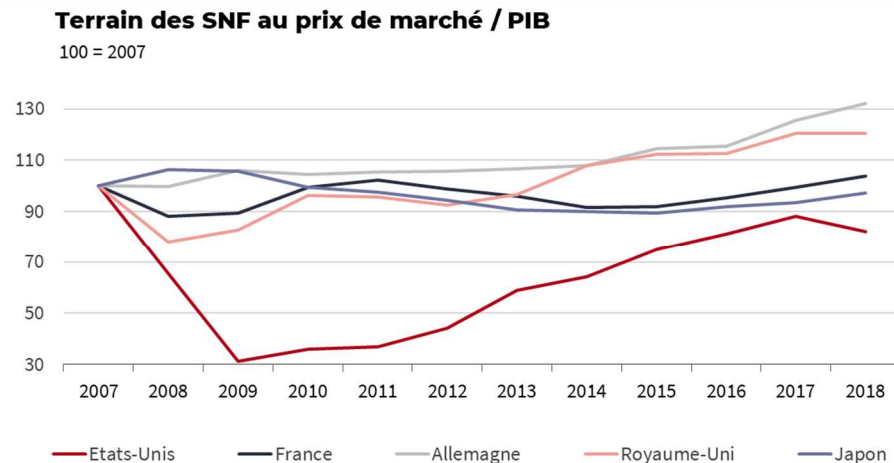
Source : OCDE, Réserve fédérale de Saint Louis, SG Études économiques et sectorielles

- **Une réévaluation du capital fixe.** Certains indices macroéconomiques montrent que cette réévaluation a contribué à gonfler les bilans des entreprises.

⁴ Cf. Acharya, VV et Plantin, G. (2019), *Monetary easing, leveraged payouts and lack of investment* (n° w26471), National Bureau of Economic Research ou *Bulletin économique de la BCE*, n°3/2017, *Le ralentissement de la productivité de la zone euro dans un contexte mondial*.

La hausse de la valeur des terrains détenus par les sociétés non financières, qui peut être directement attribuée à l'effet de réévaluation⁶, alimente la progression du volume d'actifs non financiers observée en Allemagne, au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, en France (graphique 3). Au demeurant, il convient de noter que l'augmentation de la valeur de marché des actifs immobiliers a permis d'atténuer les frictions financières auxquelles sont confrontées les entreprises et de libérer les contraintes liées à l'emprunt, favorisant ainsi le niveau d'endettement des entreprises⁷.

Graphique n° 3 : Gros plan sur les actifs fonciers



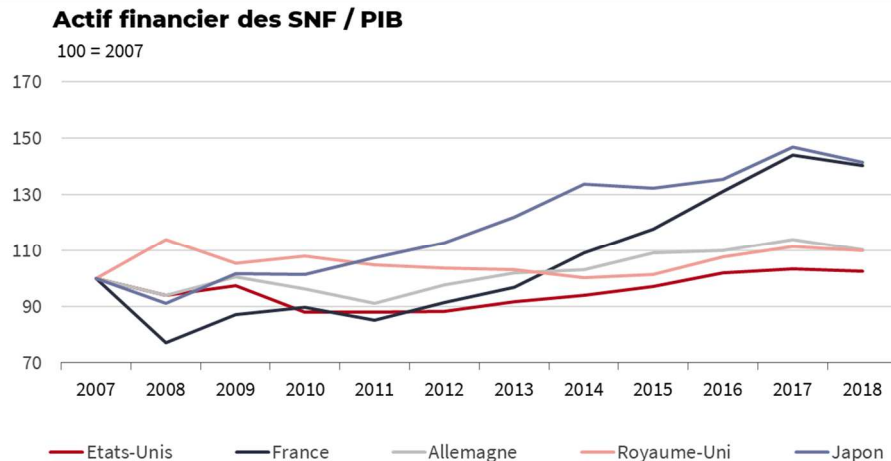
Source : OCDE, Réserve fédérale de Saint Louis, SG Études économiques et sectorielles

- **Une augmentation du volume d'actifs financiers détenus par les SNF.** Cette hausse est spectaculaire, notamment en France et au Japon, où la part des actifs financiers des SNF en pourcentage du PIB était respectivement 40 % et 41 % plus élevée en 2018 qu'en 2007 (graphique 4). Nous examinons cette tendance plus en détail dans l'encadré 1.

⁶ Le foncier est essentiellement une ressource fixe et les variations des stocks réels restent marginales pour expliquer la dynamique des stocks nominaux, voir par exemple Davis, M. A. et Heathcote, J. (2007), *The price and quantity of residential land in the United States*, *Journal of Monetary Economics*, 54(8), 2595-2620.

⁷ Ce phénomène a été documenté aux États-Unis par Chaney, T., Sraer, D. et Thesmar, D. (2012), *The collateral channel: How real estate shocks affect corporate investment*, *American Economic Review*, 102(6), 2381-2409 et en France par Fougère, D., Lecat, R. et Ray, S. (2017), *Prix de l'immobilier et investissement des entreprises: théorie et éléments de preuve empirique des effets hétérogènes*, *Journal of Money, Credit and Banking*.

Graphique n° 4 : Gros plan sur les actifs financiers des entreprises



Source : OCDE, Réserve fédérale de Saint Louis, SG Études économiques et sectorielles

Encadré 1 : La progression des actifs financiers des SNF

La décomposition précise de la croissance des actifs financiers varie d'un pays à l'autre (tableau 1). Le montant des prêts accordés par les entreprises, c'est-à-dire les prêts interentreprises (dont la plupart se situent dans le périmètre d'un groupe), contribue de manière significative à la dynamique globale des actifs financiers des entreprises en France. En France, en Allemagne, au Royaume-Uni et au Japon, les capitaux propres des entreprises ont eux aussi augmenté ces dix dernières années. Ce phénomène reflète la dynamique de valorisation des entreprises sur les marchés boursiers et l'évolution de la structure des groupes.⁸ Les liquidités et les créances contribuent à la croissance des actifs financiers à tous les niveaux. Les créances ont notamment été dopées par des chaînes d'approvisionnement plus longues et plus complexes.⁹

Tableau 1 : Évolution des actifs financiers

Changement de l'actif financier des entreprises en 2007 et 2018, en % du PIB					
	Liquidités	Dettes	Fonds propres	Autre	Total
France	17,1	40,0	98,7	11,2	167,1
Allemagne	6,4	6,2	24,4	7,3	44,3
Royaume-Uni	16,7	2,6	16,9	3,4	39,5
Etats-Unis	5,6	0,0	9,5	24,0	39,0
Japon	18,2	-0,9	22,9	26,9	67,0

Source : OCDE, Banque de la réserve fédérale de Saint Louis, SG Études économiques et sectorielles

Toutefois, l'augmentation du volume de prêts et de capitaux propres à l'actif du bilan des entreprises dans les comptes financiers nationaux est susceptible d'être faussée par une double comptabilisation résultant de liens financiers

⁸En France, ce phénomène est attesté dans le document du HCSF (2017) intitulé « État des lieux de l'endettement des agents privés non financiers »

⁹ Bruno, V., & Shin, H. S. (2019), Dollar Exchange Rate as a Credit Supply Factor—Evidence from Firm-Level Exports.

interentreprises qui seraient compensés si les comptes des entreprises étaient consolidés à l'échelle du groupe. Pour illustrer ce point, nous présentons un cas simplifié dans le tableau 2. Nous examinons deux structures d'entreprise distinctes dans lesquelles les mêmes actifs et les mêmes sources de financement se traduisent par des volumes globaux de dettes et de capitaux propres différents selon que les comptes sont établis à l'échelle du groupe ou à celle des entités juridiques. Notons que ce biais modifie les niveaux des actifs et passifs financiers, mais aussi leur dynamique dans la mesure où les flux relatifs aux dettes et aux capitaux propres sont comptés plusieurs fois. Il n'existe aucun moyen parfaitement adéquat d'éliminer cette double comptabilisation à partir des comptes financiers nationaux en raison notamment des participations transfrontalières. Ce défaut proscrit toute conclusion quantitative précise quant aux besoins de financement extérieur des SNF qu'entraîne la croissance des actifs financiers dans les comptes nationaux.

Toutefois, contrairement aux dettes ou aux fonds propres des entreprises, l'encours global des actifs non financiers et des liquidités reste insensible à ces questions de consolidation. Par déduction, il ressort que l'augmentation du volume de liquidités à l'actif du bilan des entreprises dans les comptes financiers nationaux se traduit par une augmentation de la taille du bilan consolidé des entreprises au niveau global. Ce phénomène a alourdi les bilans de 5 à 7 points de PIB depuis la crise financière mondiale aux États-Unis et en Allemagne, et de 16 à 18 points en France, au Royaume-Uni et au Japon.

Tableau 2 : Liens financiers interentreprises et comptabilisation multiple des dettes et des fonds propres au niveau global

Cas 1 : Une entreprise A

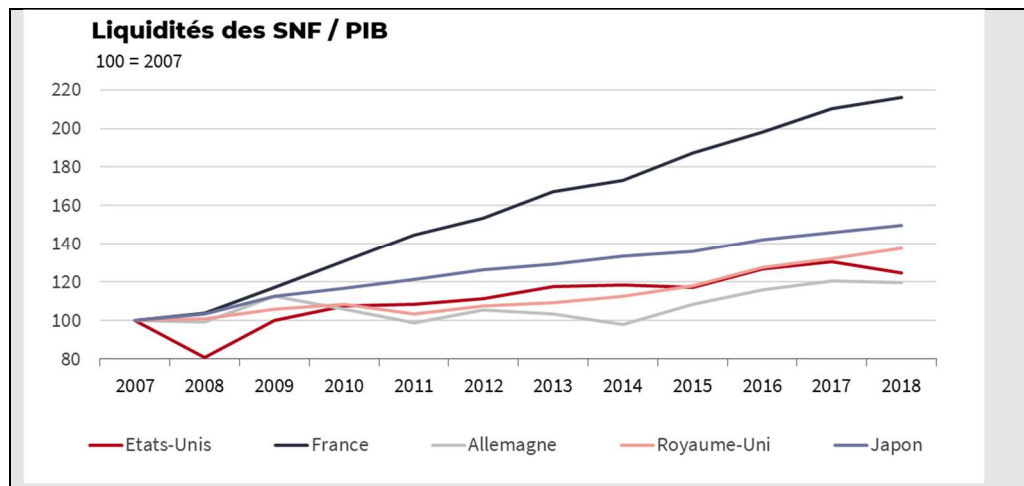
Entreprise A	
Actifs	Passifs
Liquidités: 10	Fonds propres: 20
Actifs non-financiers: 90	Dettes financières: 80

Cas 2: Le groupe B+C dispose des mêmes actifs et des mêmes source de financement que l'entreprise A ; l'entreprise B possède 100% de l'entreprise C et la finance au travers d'un prêt inter-entreprise et de sa participation equity

Entreprise B		Entreprise C	
Actifs	Passifs	Actifs	Passifs
Actifs non-financiers: 5	Fonds propres: 20	Liquidités: 5	Fonds propres: 30
Actifs financiers: - Liquidités: 5 - Participation en fonds propres: 30 - Prêt inter-entreprises: 60	Dettes financières: 80	Actifs non-financiers: 85	Prêts inter-entreprises: 60

Source : SG Études économiques et sectorielles

Graphique n° 5 : Gros plan sur les liquidités des entreprises



Ce constat pose la question des causes de l'accumulation des liquidités. Les liquidités détenues par les entreprises résultent essentiellement d'un arbitrage entre coûts et avantages. La détention de liquidités est coûteuse car la différence entre le coût marginal du financement externe et le rendement des dépôts ou des placements financiers à court terme est généralement positive. Une étude récente établit que les explications fondées sur les coûts sont essentielles pour comprendre les tendances relatives à la détention de liquidités par les entreprises¹⁰. La détention de liquidités présente également des inconvénients sur le plan fiscal, notamment parce que les revenus tirés des liquidités sont imposés deux fois (à l'échelle de la société car ils augmentent l'assiette de l'impôt sur les sociétés, puis lorsque les revenus sont distribués aux actionnaires dans le cadre de l'impôt sur le revenu)¹¹. Quant aux avantages, les réserves de liquidités permettent aux entreprises de se protéger contre les chocs de trésorerie susceptibles de les contraindre à liquider des actifs à des conditions défavorables (couverture contre l'illiquidité et le risque de défaillance) et de financer des investissements indépendamment du coût ou de l'accès au financement externe (couverture contre les occasions d'investissement perdues). Comme le suggérait Keynes (1936), le principal avantage d'un bilan liquide est qu'il permet aux entreprises d'entreprendre des projets intéressants lorsqu'ils se présentent, indépendamment du caractère bon marché ou non du financement externe.

Certaines études récentes suggèrent que la volatilité des flux de liquidités des entreprises a augmenté au fil du temps, renforçant leurs besoins de couverture et les incitant à épargner à titre préventif¹². Parallèlement, la baisse du coût de détention des liquidités liée à la réduction de la marge d'intermédiation a fortement incité les entreprises à thésauriser. Une autre étude récente révèle que 40 % de la hausse du ratio de liquidité des entreprises françaises est à mettre au compte de la baisse continue du coût lié à la détention de liquidités¹³.

D'autres facteurs ont été avancés pour expliquer le niveau de liquidités des entreprises et son évolution ces dernières années, notamment les dépenses de R&D et la part du capital incorporel, lesquels accentuent les frictions financières (Opler et al, 1999 ; Bates et al, 2009 ; Begenau et Palazzo, 2017 ; Falato et al, 2013, ou Adler et al, 2019)¹⁴. Comme l'ont montré Acharya et al (2013)¹⁵, l'utilisation des lignes de crédit modifie également le niveau optimal de liquidités. Néanmoins, dans le cas de la France, on observe au niveau agrégé un niveau constant de lignes de crédit non utilisées par rapport au total des prêts bancaires (entre 24 et 25 %) au cours de la dernière décennie.

Pour conclure, le taille du bilan des entreprises a augmenté. Cette tendance ne résulte pas en premier lieu du volume d'actifs non financiers qui, dans l'ensemble, ont à peine augmenté en pourcentage du PIB, mais des actifs financiers. Dans les économies développées, la thésaurisation de liquidités par les entreprises a provoqué un gonflement important de leurs bilans. Ce comportement résulte de la hausse de la valeur d'option des liquidités et de la baisse de leur coût de portage. Selon une estimation brute, en l'absence de thésaurisation, les besoins de financement des entreprises auraient été inférieurs de 5 à 6 points de PIB aux États-Unis et en Allemagne et de 16 à 18 points de PIB au Japon, en France et au Royaume-Uni.

La hausse de la prime de risque a réduit le coût relatif de la dette

Examinons à présent le volet passif de notre décomposition comptable. Il est facile de montrer que si la composition du passif des entreprises n'est pas modifiée par une hausse du volume des actifs, le taux de croissance des dettes et des fonds

¹⁰ Azar, J. A., Kagy, J. F., & Schmalz, M. C. (2016), *Can changes in the cost of carry explain the dynamics of corporate "cash" holdings?*, *The Review of Financial Studies*, 29(8), 2194-2240.

¹¹ Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999), *The determinants and implications of corporate cash holdings*, *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.

¹² Bates, T. W., Chang, C. H., & Chi, J. D. (2018), *Why has the value of cash increased over time?*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(2), 749-787 ou Boileau, M., & Moyen, N. (2016), *Corporate cash holdings and credit line usage*, *International Economic Review*, 57(4), 1481-1506.

¹³ Khder, M.B., Ray, S. (2020), *The determinants of cash accumulation by non-financial corporations: new evidence from France*, Mimeo

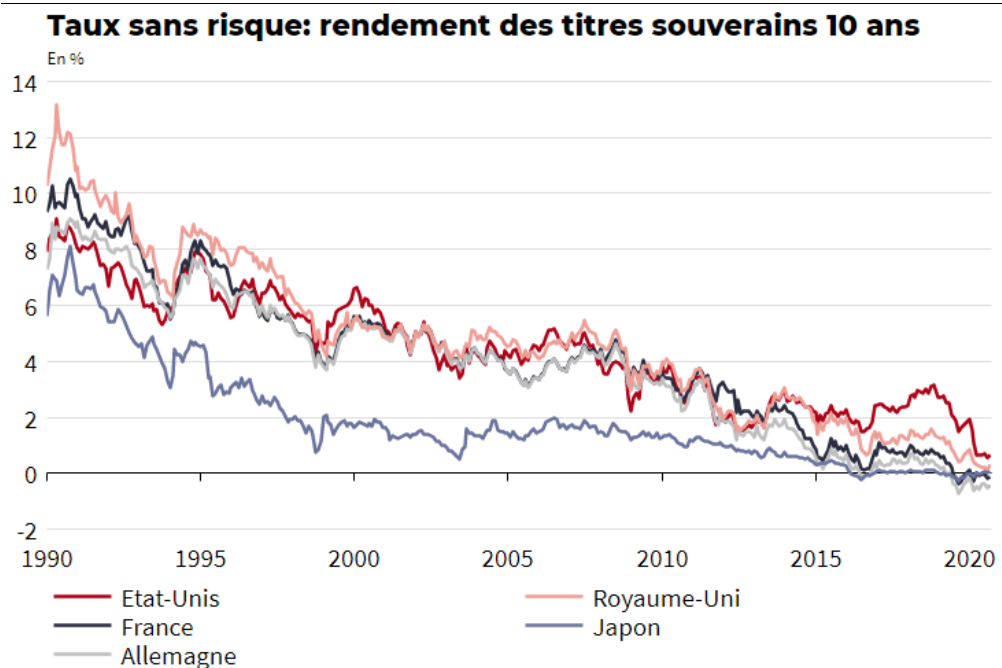
¹⁴ Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). *The determinants and implications of corporate cash holdings*, *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46. ; Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009), *Why do US firms hold so much more cash than they used to?*, *The journal of finance*, 64(5), 1985-2021. ; Begenau, J., & Palazzo, B. (2017), *Firm selection and corporate cash holdings* (n° w23249), *National Bureau of Economic Research*. ; Falato, A., Kadyrzhanova, D., & Sim, J. (2013), *Rising intangible capital, shrinking debt capacity, and the US corporate savings glut*, Mimeo ; Adler, K., Ahn, M. J., & Dao, M. C. (2019), *Innovation and Corporate Cash Holdings in the Era of Globalization*, *Fonds monétaire international*.

¹⁵ Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M. (2013), *Aggregate risk and the choice between cash and lines of credit*, *The Journal of Finance*, 68(5), 2059-2116.

propres correspondra à celui observé du côté de l'actif. Toutefois, la composition du passif est susceptible d'évoluer au fil du temps, notamment en raison des variations exogènes du coût relatif de la dette et des fonds propres.

L'une des tendances les plus marquantes dans le domaine de la macro-finance est la baisse régulière des taux d'intérêt réels sans risque au cours des 30 dernières années (graphique 6)¹⁶. La baisse des taux sans risque s'est en grande partie répercutée sur le coût de la dette des SNF (graphique 8, pour les données concernant la zone euro).

Graphique n° 6 : L'évolution à la baisse du taux sans risque



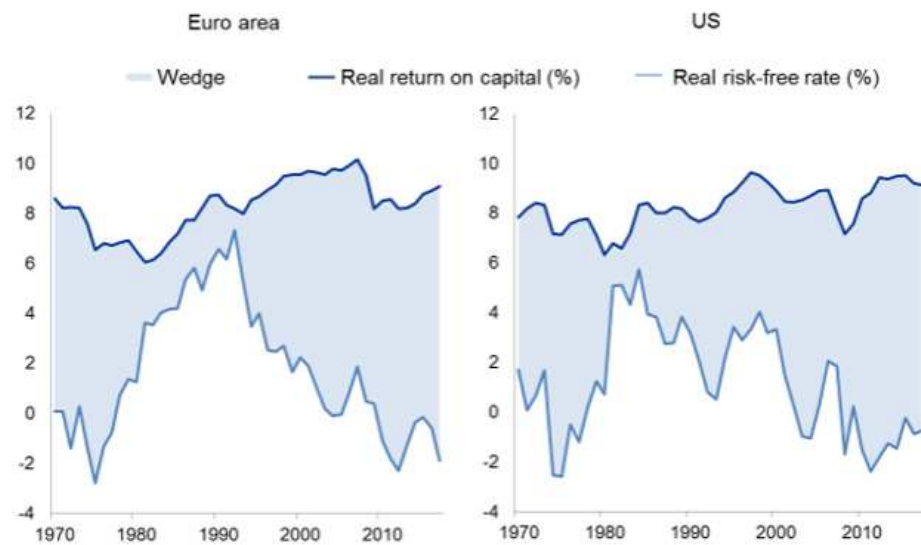
Source : Fed, BCE, BoE, SG Études économiques et sectorielles

En revanche, rien n'indique que le rendement réel du capital avant impôt ait diminué ; il semble même avoir légèrement augmenté dans la zone euro et aux États-Unis (graphique 7)¹⁷. Cette situation s'est traduite par un écart croissant entre rendement du capital et coût de la dette.

¹⁶ Del Negro, M., Giannone, D., Giannoni, M. P., & Tambalotti, A. (2019), *Global trends in interest rates*, *Journal of International Economics*, 118, 248-262. Une étude récente suggère que la baisse du taux réel des actifs sans risque remonte à beaucoup plus longtemps : Schmelzing, P. (2019), *Eight Centuries of Global Real Rates, R-G, and the 'Suprasecular' Decline, 1311-2018*

¹⁷ Sur le long terme au niveau macroéconomique aux États-Unis, ce phénomène a été documenté par Gomme, P., Ravikumar, B., & Rupert, P. (2011), *The return to capital and the business cycle*, *Review of Economic Dynamics*, 14(2), 262-278.

Graphique n° 7 : Écart entre rendement du capital et taux sans risque dans la zone euro et aux États-Unis



Source : Hutchinson, J. & Saint-Guilhem, A. (2019), *The wedge between the return on capital and risk-free rates*. *eco notepad BdF*

Cet écart a été abondamment analysé dans les travaux de macro-finance récents. Diverses explications ont été avancées, dont le déclin de la concurrence (Gutierrez et Philippon, 2018)¹⁸, l'accroissement des risques perçus ou de l'aversion pour le risque, voire l'évolution technologique qui réduit la capacité à mesurer correctement le montant de capital. Farhi et Gourio (2019), entre autres, concluent que l'augmentation de la prime de risque et le pouvoir de marché en ont été les principaux moteurs¹⁹. Ce résultat est partiellement corroboré par des recherches qui ne montrent aucune diminution du coût estimé des fonds propres des SNF au cours des dix dernières années (graphique 8). La question de savoir quelles sont les causes exactes de l'augmentation de la prime de risque sur actions reste ouverte ; l'une des pistes de réflexion réside dans le fait que l'évolution de l'offre et de la demande, notamment en raison des réformes réglementaires d'après-crise, a eu davantage d'impact sur les actifs sans risque que sur les capitaux propres.

¹⁸ Gutierrez, G. et Philippon, T. (2018), *Declining competition and investment in the US*, document de travail n° 23583 du NBER.

¹⁹ Farhi, E., & Gourio, F. (2018), *Accounting for macro-finance trends: Market power, intangibles, and risk premia* (n° w25282), National Bureau of Economic Research.

Graphique n° 8 : Estimation des coûts financiers externes des entreprises non financières en zone euro



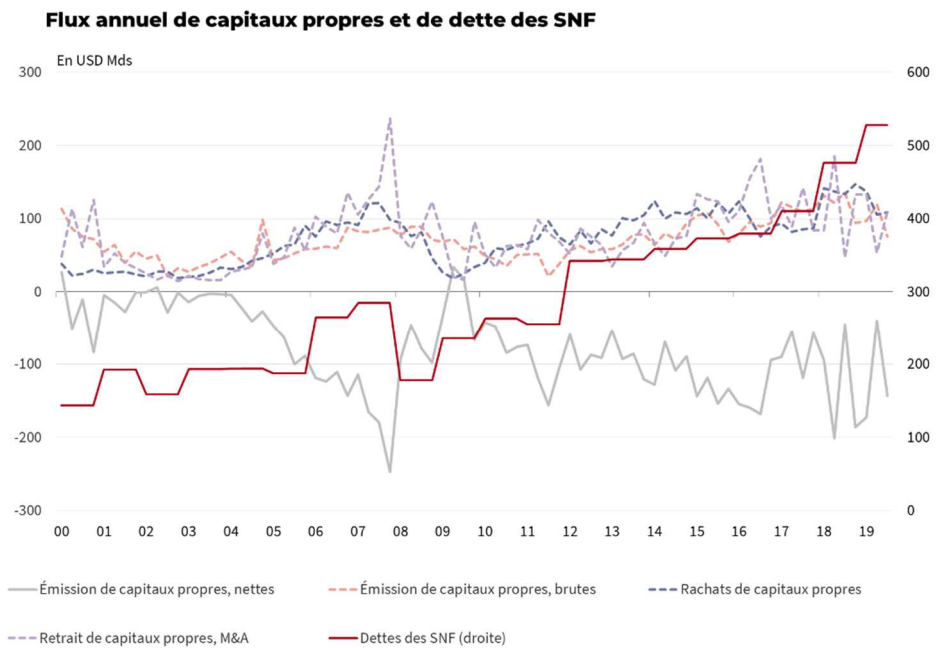
Source : BCE

Par conséquent, le coût relatif de la dette a fortement diminué pour les SNF, favorisant ainsi en la croissance de la dette financière au lieu de celle des capitaux propres, notamment par le biais des rachats d'actions. Le graphique 9 illustre clairement ces tendances pour les États-Unis. Il montre que l'émission nette d'actions (tant publiques que privées) a été négative ces 20 dernières années alors que les flux de dette contractée sur les marchés ont plus que doublé durant la même période.

Un article théorique récent²⁰ propose un modèle expliquant le lien entre l'assouplissement monétaire et l'augmentation des rachats d'actions des entreprises au détriment des dépenses d'investissement et de la productivité. Cet article met en lumière le rôle joué par la politique accommodante des principales banques centrales au cours de la dernière décennie sur le développement de ces comportements. Les auteurs montrent que, lorsque la relation entre l'entreprise et ses créanciers est affectée par un problème d'agence classique tel que l'aléa moral et que le rendement de l'investissement augmente sous l'effet de l'effort privé inobservable, la tension entre investissement et rachat d'actions croît lorsque le taux d'intérêt sans risque diminue.

²⁰ Acharya, V. V., & Plantin, G. (2019), *Monetary easing, leveraged payouts and lack of investment* (n° w26471), National Bureau of Economic Research.

Graphique n° 9 : Émission d'actions et de dette aux États-Unis



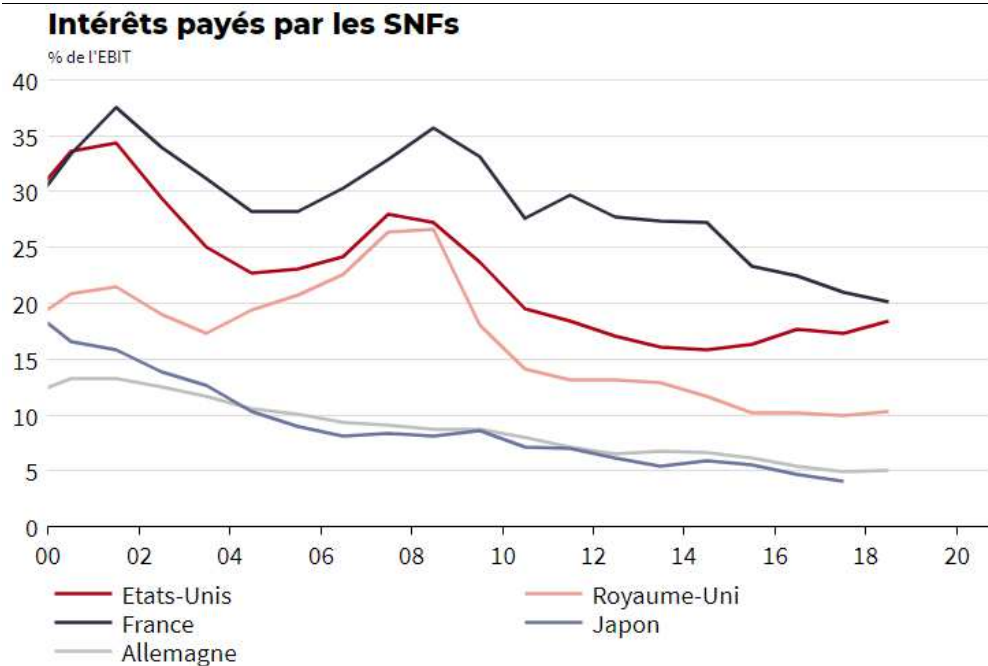
Source : Fed, FISMA, SG Études économiques et sectorielles

Jusqu'à présent, nous avons montré que les besoins de financement des entreprises ont augmenté, principalement en raison de la hausse des réserves de liquidités, et que les politiques monétaires accommodantes ont exercé une pression haussière sur les ratios d'endettement. Il s'agit là sans doute des deux grandes tendances macroéconomiques qui ont contribué en grande partie à l'augmentation globale de l'endettement des entreprises dans les économies développées depuis la crise financière.

Hausse de la dette, risques de stabilité financière et efficacité de l'allocation du capital

Au niveau global, la hausse de la dette et des ratios d'endettement des entreprises a été rendue soutenable par la forte diminution du coût de la dette. Le montant des intérêts payés par les entreprises en proportion de leurs bénéfices a progressivement diminué au cours des dix dernières années (graphique 10). Par ailleurs, comme indiqué ci-dessus, les entreprises ont accumulé des réserves de liquidités susceptibles, le cas échéant, de compenser directement une partie de l'augmentation de la dette.

Graphique n° 10 : Charges d'intérêts en proportion des bénéfices



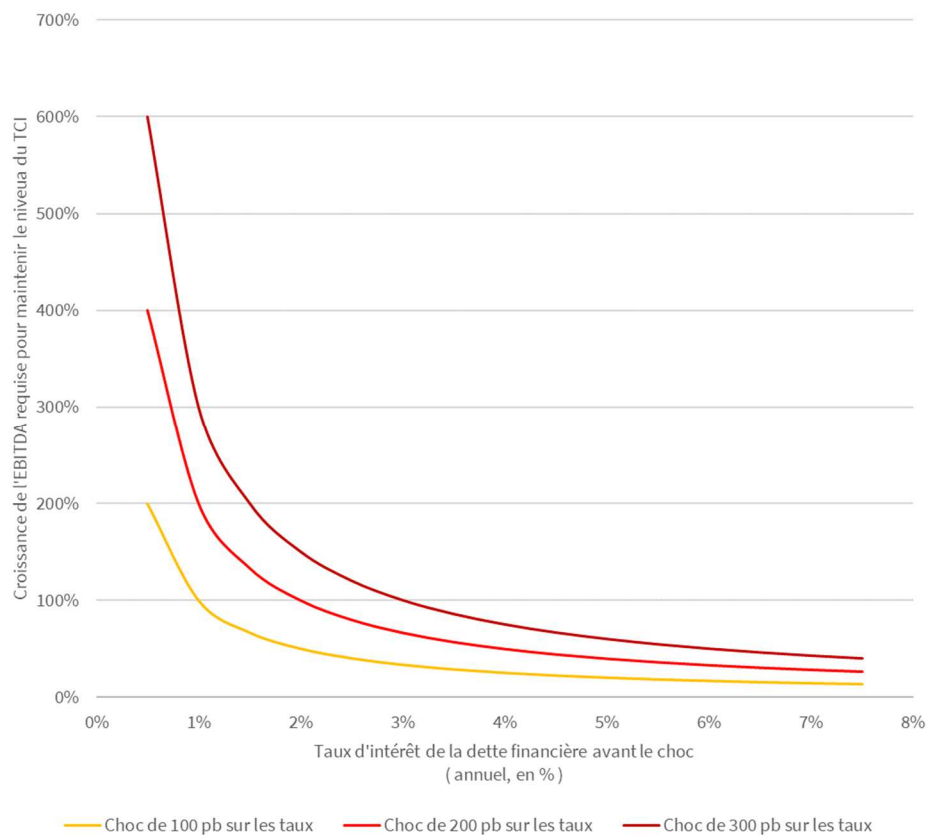
Source : OCDE, Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Toutefois, la capacité des entreprises à rembourser leur dette n'est pas exclusivement évaluée sur la base du ratio de couverture des intérêts (ci-après RCI), notamment parce que le capital doit être amorti (même si l'aplatissement des courbes de taux a entraîné un allongement des échéances qui atténue cette contrainte) ou refinancé. En outre, le caractère rassurant des statistiques globales ne doit pas masquer les extrémités des distributions de l'effet de levier qui semblent se densifier à droite, ce qui signifie que la proportion d'entreprises présentant un endettement financier élevé par rapport à leur part de fonds propres est en augmentation. En effet, la croissance rapide des prêts à effet de levier, qui sont généralement octroyés à des entreprises « non investment grade » très endettées ou détenues par un sponsor de capital-investissement, a entraîné une forte augmentation de la part de la dette due par les entreprises dont l'endettement est plus de quatre fois supérieur à leur flux de trésorerie régulier.

Comme indiqué précédemment, la faiblesse des taux d'intérêt autorise un effet de levier plus important ainsi qu'un ratio de couverture des intérêts soutenable. Toutefois, dans un contexte de taux d'intérêt très bas où le poids de la dette est très faible, toute hausse des taux d'intérêt, qu'elle soit provoquée par un relèvement des taux à long terme ou par un élargissement des primes de risque, est susceptible de nuire considérablement au RCI des entreprises. L'effet apparaît clairement lorsqu'on observe l'évolution de l'EBITDA nécessaire pour maintenir le niveau du RCI en cas de hausse des taux d'intérêt en fonction du taux d'intérêt payé sur la dette financière avant le choc (graphique 11). La crise actuelle montre également que des chocs

imprévus et non assurés peuvent réduire considérablement les revenus des entreprises et remettre en question leur capacité à couvrir le coût de leur dette.

Graphique n° 11 : Impact des hausses de taux d'intérêt sur le ratio de couverture des intérêts



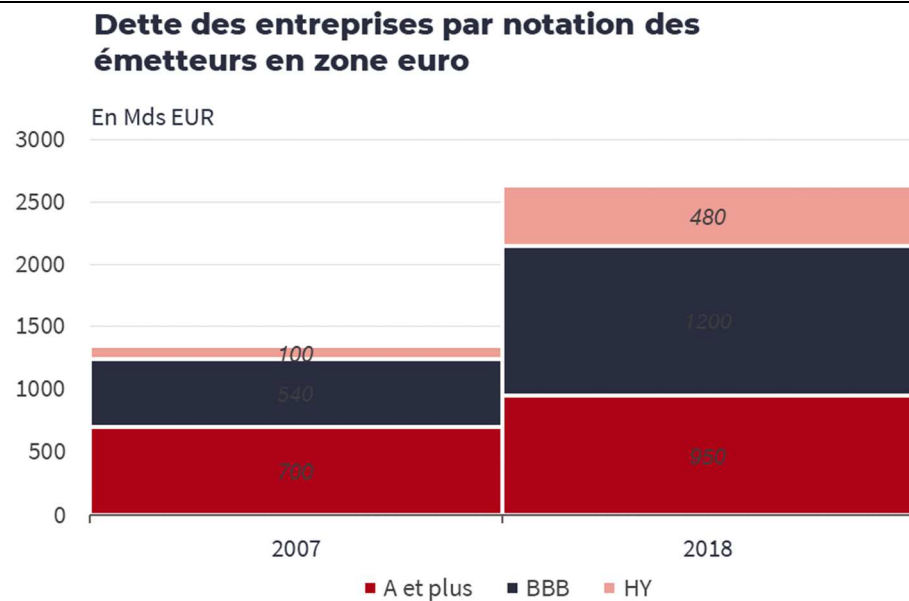
Source : SG Études économiques et sectorielles

Dans ce contexte de hausse de l'endettement et en dépit de la faiblesse des taux d'intérêt et de l'abondance de liquidités, les notes de crédit des entreprises se sont dégradées ces dix dernières années. À titre d'anecdote, Nina Boyarchenko et Or Shachar²¹ ont récemment fait remarquer que, même avant la crise de la COVID, seules deux entreprises américaines étaient notées AAA, alors qu'en 1992, 98 entreprises américaines détenaient la meilleure note de crédit de S&P. La baisse des notes de crédit des entreprises émettant des titres de créance sur les marchés financiers apparaît également dans les données agrégées. Le graphique 12 présente l'évolution de l'encours de la dette des entreprises de la zone euro par notation d'émetteur depuis 2007 ; entre 2007 et 2018, la dette des entreprises notées A et plus

²¹ Nina Boyarchenko et Or Shachar, « What's in A(AA) Credit Rating? », Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics, 8 janvier 2020.

a augmenté de 36 %, celle des entreprises notées BBB a grimpé de 122 % tandis que la dette à haut rendement a bondi de 380 %²².

Graphique n° 12 : Notes des émissions d'obligations d'entreprise dans la zone euro



Source : S&P GPI, BCE (Revue de la stabilité financière, nov. 2019), SG Études économiques et sectorielles

Le phénomène associant un effet de levier plus élevé à des notes de crédit plus faibles a également été alimenté par la quête de rendement des investisseurs, laquelle a comprimé le spread que les entreprises présentant une qualité de crédit inférieure paient sur leur dette (graphique 13). La baisse des rendements a dopé la demande des investisseurs en faveur d'actifs moins liquides, dont la dette des entreprises. Ainsi, la probabilité de voir se produire des événements dans lesquels la liquidité du marché est rare et les mouvements de prix défavorables sont amplifiés a augmenté. Le problème de liquidité peut également être aggravé par la forte hausse des émissions de sociétés notées BBB (voir le graphique 12 pour les données relatives à la zone euro) qui sont davantage susceptibles d'être rétrogradées en catégorie spéculative, déclenchant un mouvement de ventes en catastrophe lié aux contraintes réglementaires imposées à certains investisseurs, notamment les compagnies d'assurance.²³ Le choc consécutif à l'épidémie de COVID-19 a montré une nouvelle fois la fragilité des marchés des obligations d'entreprises en matière de liquidité.²⁴

²² La qualité et les notes de crédit des entreprises sont également sensibles aux notations souveraines. La crise de la dette en Europe qui a frappé plusieurs pays de la zone euro (principalement la Grèce, le Portugal, l'Irlande, l'Espagne et Chypre) explique également la dégradation des notes de crédit des SNF.

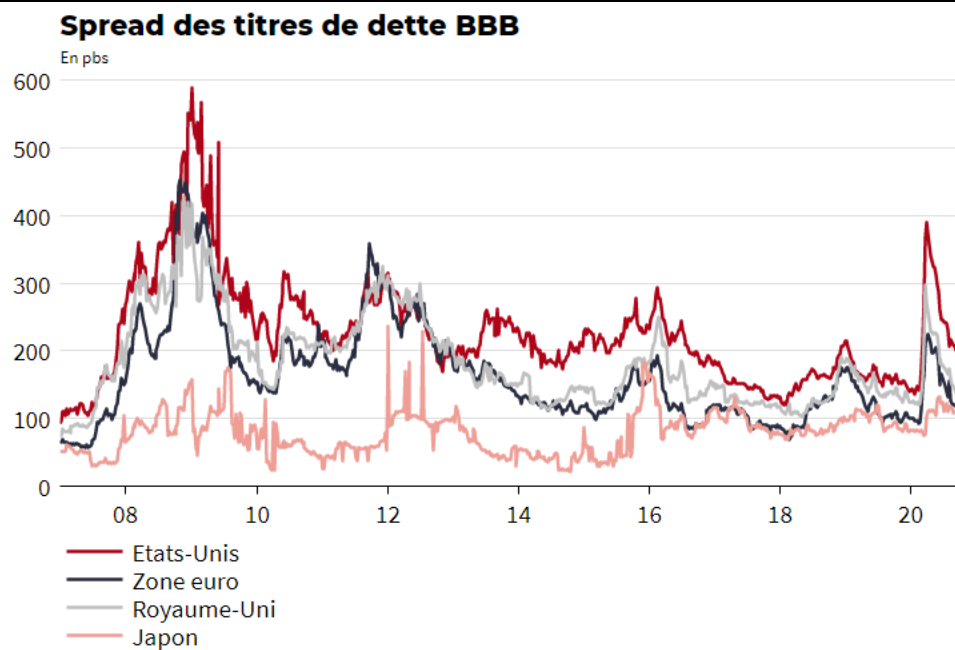
²³ Ellul, A., Jotikasthira, C., & Lundblad, C. T. (2011), *Regulatory pressure and fire sales in the corporate bond market*, *Journal of Financial Economics*, 101(3), 596-620.

²⁴ Aramonte, S., & Avalos, F. (2020), *The recent distress in corporate bond markets: cues from ETFs (n° 6)*, Banque des règlements internationaux.

L'identification du canal précis par lequel l'endettement des entreprises pourrait susciter une instabilité financière est une science inexacte. Le risque de liquidité évoqué plus haut illustre les fragilités inhérentes à l'augmentation des leviers et à la discordance de maturités à l'actif et au passif des institutions financières. Le risque de transition associé au changement climatique peut constituer un autre exemple. Des changements concomitants à la dynamique de l'endettement des entreprises sont également susceptibles d'influer sur la manière dont les tensions sur le marché de la dette des entreprises pourraient se manifester. Premièrement, la faiblesse croissante des clauses associées au financement à effet de levier rend plus difficile la mise en faillite des entreprises. Ce phénomène tend à retarder l'apparition des signaux annonciateurs de la fragilité de certaines structures de financement ou à freiner le processus d'ajustement potentiel avant qu'il ne soit trop tard. Deuxièmement, l'un des effets secondaires de l'abondance de liquidités est que les fonds de retournement regorgent de capitaux mobilisables et que, comme nous l'avons déjà mentionné, les entreprises disposent de vastes réserves de liquidités ; tous deux étant en quête d'actifs bon marché, ils offrent une planche de salut pour les actifs plus fragiles et tendent à assurer la stabilité du système face à certains chocs.

En tout état de cause, l'émission de dette supplémentaire engendrait par la crise de la COVID-19 accentue les fragilités préexistantes et nécessitera une forme de désendettement des entreprises à moyen terme.

Graphique n° 13 : Une baisse globale de la prime de risque sur les titres de créance des entreprises



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

La dynamique de l'endettement des entreprises observée ces dix dernières années soulève également la question de l'efficacité de l'allocation du capital, et donc de la croissance de la productivité.

Premièrement, la hausse récente de cet endettement reflète l'assouplissement des conditions d'octroi qui ont un impact potentiellement défavorable sur la croissance de la productivité. L'effet de l'accès au crédit sur la productivité n'est pas trivial. Lorsque l'accès au crédit est fortement facilité, un nombre plus faible d'entreprises moins efficaces sont chassées du marché, ce qui rend moins fréquente l'entrée de nouveaux acteurs plus efficaces. Il s'agit en quelque sorte de la contrepartie de l'effet purificateur des frictions sur le marché du crédit en période de récession, récemment documenté par Osotimehin et Pappadà (2017)²⁵. Du fait de ce canal, à partir d'un certain seuil, l'assouplissement de l'accès au crédit se traduit théoriquement par une baisse de la croissance de la productivité dans des conditions économiques stables. Certaines données empiriques en attestent, à l'échelle sectorielle en France, dans une récente étude scientifique menée par Aghion et al (2019).²⁶

Deuxièmement, dans la mesure où l'endettement progresse, au détriment semble-t-il du financement par capitaux propres, la capacité d'innovation des entreprises peut être freinée. Les niveaux d'endettement plus élevés, et les clauses de

²⁵ Osotimehin, S., & Pappadà, F. (2017), *Credit frictions and the cleansing effect of recessions*, *The Economic Journal*, 127(602), 1153-1187.

²⁶ Aghion, P, A Bergeaud, G Cette, R Lecat et H Maghin (2019), « La relation en U inversé entre l'accès au crédit et la croissance de la productivité », *Economica*, 86, 1-31.

sauvegarde qui y sont associées, sont susceptibles de désensibiliser les projets risqués en raison d'une probabilité de défaut ou de non-respect plus élevée. Les projets innovants nécessitent généralement des investissements en actifs incorporels et en capital humain qu'il est difficile de financer avec des instruments de dette²⁷. Les problèmes d'asymétrie des informations qui caractérisent ces projets ne peuvent guère être réglés par les investisseurs en dette. Dans une économie qui repose essentiellement sur le financement par la dette, la distribution du capital physique et la dynamique de sa valeur de liquidation conditionnent en grande partie la capacité de financement des entreprises²⁸. Dans la mesure où cette distribution ne correspond pas à celle des chocs de productivité et où les bonnes idées ne surgissent pas exclusivement lorsque la valeur de marché des actifs est élevée, les frictions sur le marché du crédit sont susceptibles de nuire à l'innovation, aux nouveaux arrivants sur les marchés et donc à la croissance globale de la productivité, a fortiori si le financement par capitaux propres se contracte.

Il convient de noter qu'un écosystème de financement qui tend à favoriser les acteurs en place en raison du rôle prépondérant de la dette, et donc des garanties, peut nuire à la concurrence et au contribuer au repli évoqué plus haut et récemment documenté par Thomas Philippon aux États-Unis²⁹. Fait intéressant, la contraction du marché boursier, outre le fait qu'elle exclut les petits investisseurs des opérations les plus lucratives, est également susceptible de renforcer l'actionnariat commun, dont il a été démontré qu'il restreint également la concurrence³⁰.

Perspectives : un renforcement du financement en capitaux propres sera nécessaire

Cette crise illustre une fois de plus les effets déstabilisateurs d'un endettement excessif quand survient un choc imprévu. Paradoxalement, dans la mesure où la dette est le moyen le plus rapide de mobiliser des financements pour la plupart des entreprises, un soutien considérable a été apporté pour en permettre l'accès pendant la crise, ce qui a entraîné une forte augmentation de l'endettement des entreprises, et un accroissement encore plus important de l'effet de levier. Cette situation risque de poser un problème.

²⁷ Cf. Cecchetti, S G et K L Schoenholtz (2017), « Treasury Round II: The Capital Markets Report », www.moneyandbanking.com, 23 octobre.

²⁸ Ce phénomène a été documenté aux États-Unis par Chaney, T., Sraer, D. et Thesmar, D. (2012), *The collateral channel: How real estate shocks affect corporate investment*, *American Economic Review*, 102(6), 2381-2409 et en France par Fougère, D., Lecat, R. et Ray, S. (2017), *Prix de l'immobilier et investissement des entreprises: théorie et éléments de preuve empirique des effets hétérogènes*, *Journal of Money, Credit and Banking*.

²⁹ Gutiérrez, G., & Philippon, T. (2017), *Declining Competition and Investment in the US* (n° w23583). National Bureau of Economic Research.

³⁰ Azar, J., Schmalz, M. C., & Tecu, I. (2018), *Anticompetitive effects of common ownership*, *The Journal of Finance*, 73(4), 1513-1565.

Comme indiqué précédemment, un désendettement sera nécessaire. Le seul moyen de diminuer l'endettement sans freiner l'investissement et menacer la croissance à long terme est sans doute d'encourager les injections de capitaux propres.

Ce rôle accru et bénéfique du financement par capitaux propres soulève plusieurs difficultés. Du côté de l'offre, les investisseurs en fonds propres devront mobiliser davantage de capitaux. Une réflexion est en cours dans de nombreux pays et quelques propositions préliminaires ont été faites³¹. Du côté de la demande, les entreprises doivent être incitées à lever davantage de fonds propres. Les pouvoirs publics et les autorités de réglementation peuvent apporter une aide précieuse à cet égard, notamment en instaurant un régime fiscal équitable entre dette et capitaux propres. Il existe plusieurs options. L'abattement pour fonds propres, qui permet de déduire de l'assiette fiscale la totalité ou une partie des dividendes versés, s'est révélé efficace pour réduire le niveau d'endettement des entreprises dans les pays où il a été mis en œuvre, comme en Belgique³².

³¹ *TheCityUK a récemment engagé des travaux visant à recapitaliser l'économie post-Covid-19 au Royaume-Uni*

³² *Hebous, S., & Klemm, A. (2019), A destination-based allowance for corporate equity, International Tax and Public Finance, 1-25.*

CONTACTS

Michala MARCUSSEN

Chef économiste Groupe
+33 1 42 13 00 34
michala.marcussen@socgen.com

Olivier de BOYSSON

Chef économiste Pays émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Marie-Hélène DUPRAT

Conseiller auprès du Chef économiste
+33 1 42 14 16 04
marie-helene.duprat@socgen.com

Ariel EMIRIAN

Analyse macroéconomique
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

François LETONDU

Analyse macrosectorielle et
macrofinancière
+33 1 57 29 18 43
francois.letondu@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

Europe centrale et orientale, Russie
+33 1 58 98 98 69
constance.boublil-groh@socgen.com

Olivier DENAGISCARDE

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 74 22
olivier.denagiscarde@socgen.com

Juan Carlos DIAZ MENDOZA

Amériques
+33 1 57 29 61 77
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

Clément GILLET

Afrique
+33 1 42 14 31 43
clement.gillet@socgen.com

Erwan JAIN

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 05 35
erwan.jain@socgen.com

Alan LEMANGNEN

Zone euro, France, Allemagne
+33 1 42 14 72 88
alan.lemangnen@socgen.com

Simon RAY

Analyse macrofinancière ; Royaume-Uni
+33 1 42 13 70 80
simon.ray@socgen.com

Valérie RIZK

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 82 85
valerie.rizk@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

Europe de l'ouest
+33 1 57 29 63 99
danielle.schweisguth@socgen.com

Edgardo TORIJA ZANE

Moyen-Orient, Turquie et Asie centrale
+33 1 42 14 92 87
edgardo.torija-zane@socgen.com

Bei XU

Asie
+33 1 58 98 23 14
bei.xu@socgen.com

Yolande NARJOU

Assistante
+33 1 42 14 83 29
yolande.narjou@socgen.com

Société Générale | SG Études Économiques et Sectorielles | 75886 PARIS CEDEX 18

Abonnez-vous aux publications des économistes :

<https://www.societegenerale.com/fr/s-informer-et-nous-suivre/etudes-economiques/nos-etudes>

DISCLAIMER

La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans préavis. Elle est fournie à titre purement informatif et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.

Ni les informations qui y figurent, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation visant à souscrire, acheter, vendre un produit ou exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale SA ou de l'une quelconque de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Les particuliers, clients professionnels ou contreparties éligibles qui viendraient à en obtenir un exemplaire ne doivent nullement fonder leurs décisions d'investissement sur la seule base du présent document, mais doivent s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, le caractère exhaustif ou la pertinence des informations tirées de sources extérieures ne sont pas garantis, même si elles proviennent de sources jugées dignes de foi. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale SA décline toute responsabilité à cet égard. Les informations économiques citées dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »).

Société Générale S.A. est également agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle britannique) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des informations détaillées concernant l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority, ainsi que la réglementation applicable par la Financial Conduct Authority sont disponibles sur simple demande.

Avis aux investisseurs américains : ce document est publié par des analystes économiques de SG non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques uniquement à destination des grands investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Tout ressortissant américain (U.S. Person) souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. Le siège social de SG Americas Securities LLC est situé au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : ce document est destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels et a été préparé à cette fin. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes dans votre territoire).

La présente publication ne peut en aucun cas être reproduite (en tout ou en partie) ou transmise à toute autre personne ou entité sans l'autorisation écrite préalable de Société Générale SA.

© 2020