

ÉVALUATION DES RISQUES DU SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS

DÉCEMBRE 2020



VUE D'ENSEMBLE	4
1. ANALYSE TRANSVERSALE DES RISQUES POUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE	7
1.1 Une reprise économique fragile, différenciée et reposant sur les mesures de soutien budgétaires et monétaires	7
1.2 La crise augmente les risques existants en lien avec la hausse tendancielle de l'endettement privé (ménages et entreprises) et la soutenabilité de l'endettement public	11
1.3 Le rebond notable des marchés financiers rend certains marchés vulnérables à des risques de correction	18
1.4 La persistance de l'environnement de crise fragilise la rentabilité des banques et des assureurs, qui bénéficient toutefois d'une situation de solvabilité solide.	19
1.5 Des évolutions structurelles porteuses de nouveaux risques	25
2. LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES FACE AU CHOC DE LA CRISE SANITAIRE	29
2.1 Des vulnérabilités préexistantes	29
2.2 Le choc d'activité et de trésorerie lié à la première vague de l'épidémie de Covid-19 surmonté grâce à un surcroît d'endettement important	34
2.3 La deuxième vague et les mesures nécessaires à son endiguement représentent un choc moins important mais accentuent encore l'hétérogénéité	41
3. DES PERTURBATIONS SUR LE FINANCEMENT NON-BANCAIRE	47
3.1 Une croissance dynamique de la gestion collective en zone euro, et plutôt constante en France	47
3.2 Impacts de la crise de la Covid-19 : des difficultés sur le marché des <i>commercial papers</i>	48
3.3 Interventions des banques centrales et sortie de crise	53
3.4 Enseignements de cette crise et enjeux règlementaires	55
4. UNE POSSIBLE DÉCONNEXION DES MARCHÉS FINANCIERS DE L'ÉCONOMIE RÉELLE	57
4.1 Malgré les incertitudes importantes, certaines valorisations sont historiquement hautes	57
4.2 Divergences sectorielles et géographiques, et rôle des fonds d'investissement	61
4.3 Les dégradations d'entreprises s'opèrent à un rythme soutenu, contribuant à augmenter sensiblement la dette des sociétés non financières de catégorie spéculative	64
4.4 Le niveau élevé de valorisation des actifs peut amplifier l'impact des chocs sur la stabilité financière	65
5. L'IMMOBILIER COMMERCIAL, UN SECTEUR VULNÉRABLE FACE AUX CONSÉQUENCES DE LA CRISE SANITAIRE	67
5.1 L'immobilier commercial : un enjeu structurel de la stabilité financière ?	67
5.2 Quel impact de la crise sanitaire sur l'immobilier commercial ?	70

Les réponses d'urgence apportées par les autorités budgétaires, monétaires et de supervision ont permis d'endiguer les effets sur la stabilité financière du choc économique induit par la pandémie de la Covid19 et les mesures de confinement mises en œuvre au printemps. La reprise de l'activité intervenue en juillet a été interrompue par la mise en place de nouvelles restrictions à l'automne dans la majeure partie de l'Europe, sans provoquer toutefois de hausse de la volatilité de marché ni de difficultés de financement, en contraste avec l'épisode de mars dernier. Les différents acteurs du système financier – investisseurs, emprunteurs et émetteurs – semblent bénéficier d'une diminution – à partir d'un niveau élevé – des facteurs d'incertitude qui ont prévalu jusqu'à présent, notamment grâce aux perspectives d'amélioration de la situation sanitaire, mais également du fait de l'engagement des banques centrales et des États à maintenir des conditions de financement et de soutien budgétaire expansionniste, au-delà de la fin de la crise.

Dans ce contexte, le financement sur les marchés financiers pour les émetteurs privés (sociétés non financières et banques) a retrouvé des taux et une liquidité, proches des conditions prévalant avant crise, les entreprises moins bien notées subissant toutefois la persistance d'une prime de risque de crédit plus élevée. De la même façon, les taux sur la dette des États souverains se situent à des niveaux historiquement très faibles. Cette dynamique a permis d'effacer les pertes subies en première partie d'année sur les marchés actions pour revenir récemment sur des niveaux de valorisation dépassant même, pour certains indices notamment américains, les records antérieurs. Ces évolutions peuvent paraître en contradiction avec les niveaux actuels d'activité économique et constituer une source de vulnérabilité - se matérialisant par une dépréciation brutale des actifs, en cas de nouveau choc adverse. Deux chapitres thématiques reviennent plus particulièrement pour l'un sur l'explication de ces niveaux de valorisation et pour l'autre sur les fragilités observées en mars et avril sur le marché de financement de court terme en euro des sociétés non financières, du fait notamment de la dépendance vis-à-vis des fonds monétaires.

Les évolutions intervenues depuis le mois de mars ont par ailleurs aggravé des vulnérabilités préexistantes qui sont de nature potentiellement systémique pour le système financier français.

Au premier rang de ces vulnérabilités, figure la dégradation de la situation financière des entreprises non financières. Si la deuxième vague et les mesures nécessaires à son endiguement ont un effet global moins important sur les entreprises, elles accentuent encore l'hétérogénéité et les divergences de trajectoire, en matière d'endettement net individuel, avec des perspectives de croissance très variables d'un secteur d'activité à l'autre. En compliquant le remboursement des dettes contractées au printemps pour faire face au choc de trésorerie associé au premier confinement, une reprise lente est de nature à dégrader fortement la situation financière des entreprises les plus fragiles (les plus endettées et/ou les plus affectées par le choc). Si un scénario de reprise lente devait se confirmer, une augmentation importante des défauts des sociétés non financières serait de nature à peser sur les résultats des banques, via une augmentation des pertes et provisions associées au risque de crédit des entreprises. Une consolidation du passif des sociétés non financières, par une augmentation des fonds propres apparaît nécessaire pour favoriser le

rebond macroéconomique. Un chapitre thématique est consacré aux enjeux de la dette des sociétés non financières.

La forte augmentation de la dette publique, liée à la nécessaire prolongation des mesures de soutien, pourrait réduire à terme les marges de manœuvre budgétaires notamment en cas de croissance durablement faible, et potentiellement détériorer la confiance dans la signature de l'État. La confiance des investisseurs comme en témoigne la capacité de l'État français à s'endetter à un taux moyen négatif en 2020, ainsi que les programmes d'achat de titres par l'Eurosystème, sont toutefois de nature à atténuer cette préoccupation à court terme.

La diminution de la rentabilité des intermédiaires financiers constitue un autre point d'attention majeur. Cette érosion, déjà observée depuis quelques années, se poursuit du fait de la conjugaison de facteurs structurels et conjoncturels : les banques font face à une diminution structurelle de la marge nette d'intérêt dans l'environnement de taux bas – qui se généralise et semble se pérenniser – et à une augmentation conjoncturelle du coût du risque lié à l'augmentation du risque de crédit des entreprises. La persistance de l'environnement de taux bas fragilise également la rentabilité des organismes d'assurance. Il reste néanmoins que la solidité financière des banques et organismes d'assurance français constitue un facteur de résilience : les ratios de solvabilité sont très stables pour les banques même s'ils ont connu une inflexion notable pour les assurances, à partir toutefois d'un niveau historiquement élevé dans les deux cas. Cette résistance soutient la reprise économique via le maintien d'une dynamique de crédit aux entreprises solide.

Compte tenu de l'ampleur du soutien public, la situation des ménages n'appelle pas, à ce stade, d'inquiétudes majeures pour la stabilité du système financier. La dérive des conditions d'octroi des crédits immobiliers observée ces dernières années a contribué à fragiliser les ménages, mais les mesures prises par le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) en décembre 2019 puis 2020 visent à arrêter cette dérive.

Enfin, la crise renforce encore davantage le besoin d'une transformation numérique des institutions financières tout en constituant une nouvelle source de risques. La transformation des modèles d'affaires en la matière doit être accélérée, sous la double contrainte d'une forte concurrence et d'une faible rentabilité. La présente évaluation revient plus particulièrement sur deux risques associés à la digitalisation, le risque cyber pesant directement sur les institutions financières, mais également – au travers d'un chapitre dédié –, en lien avec l'instauration de pratiques de télétravail plus généralisées et d'une montée en charge du commerce électronique de détail, les conséquences d'une dépréciation marquée de l'immobilier commercial sur la stabilité financière.

Les enjeux liés au changement climatique font peser des risques majeurs sur le système financier, diagnostic désormais consensuel au niveau international. Ces risques appellent à des actions rapides de la part de l'écosystème financier, qui doivent notamment reposer sur le développement des capacités de mesure harmonisée des risques, s'appuyant sur une standardisation des données extra-financières, et la conduite d'exercices de *stress tests*.

1. Risques liés à l'endettement

L'endettement brut des sociétés non financières (SNF), qui s'est fortement accru au printemps, devrait rester élevé tant que durera la crise sanitaire. Si une hausse concomitante de l'épargne a permis à l'endettement net de rester stable depuis mars, cela peut toutefois masquer une divergence croissante de situations financières entre SNF. La dégradation de leur solvabilité varie d'un secteur à l'autre et dépendra de la vitesse de reprise de l'activité: à ce jour, elle reste en partie contenue par les mesures de soutien aux entreprises. Mais elle devrait continuer à obérer le coût du risque et à peser en conséquence sur la rentabilité des banques voire sur leur solvabilité, même si celle-ci reste actuellement élevée et solide. Un renforcement des fonds propres des entreprises viables sera nécessaire pour soutenir l'investissement et favoriser une reprise économique durable.

La prolongation des mesures de soutien budgétaire, en lien avec la deuxième vague de la pandémie, conjuguée aux stabilisateurs automatiques, va continuer d'aggraver les déficits publics nationaux auxquels s'ajoutent de nouvelles émissions de dette à la signature conjointe des Etats européens.

Concernant les ménages, leur charge de remboursement restera élevée compte tenu du niveau de leur endettement. Par ailleurs, en cas de hausse marquée du chômage, leur solvabilité pourrait se détériorer.



2. Risques de marché

Avec l'intervention rapide et massive des banques centrales et les mesures de soutien budgétaire, les cours des indices boursiers européens ont quasiment retrouvé leur niveau d'avant crise, confortés également par une diminution des incertitudes sanitaires et macroéconomiques. Toutefois, des éléments de fragilité demeurent, en lien avec l'ampleur et le calendrier de la reprise économique, auxquels s'ajoute la dispersion des performances sectorielles et géographiques. Une dégradation marquée des prix d'actifs pourrait se matérialiser en cas de choc adverse, accompagnée par des mouvements de décollectes dans les fonds ouverts, voire un nouveau choc de liquidité, avec de possibles effets déstabilisateurs sur l'économie réelle.



3. Risques de taux d'intérêt durablement bas pour les institutions financières

La persistance d'un environnement généralisé de taux d'intérêt durablement bas, bénéfique aux emprunteurs, continue à obérer :

- la rentabilité des banques, dont la rentabilité de l'activité de crédit pâtit de l'aplatissement de la courbe des taux et d'une réappréciation du coût du crédit ; sur 2020 et 2021, les conditions de refinancement auprès de l'Eurosystème (à taux négatifs pouvant atteindre -1%), conjuguées au mécanisme de *tiering* de taux, devraient toutefois atténuer ces effets ;
- les contraintes de gestion actif-passif et de solvabilité des assureurs-vie qui se renforcent alors que le rendement de leurs portefeuilles d'actifs continue de s'éroder progressivement.



4. Risques liés aux changements structurels

La digitalisation s'accélère avec la crise et oblige les acteurs financiers traditionnels à faire évoluer structurellement et rapidement leur business model, dans un climat de compétition très soutenu. La prise en compte des enjeux climatiques, pour accompagner la transition vers une économie bas carbone, apparaît également de plus en plus urgente. Le risque d'une fragilisation du secteur financier liée à une réponse insuffisante ou tardive à chacun de ces défis structurels persiste. Les mutations du marché immobilier commercial ressortent comme un nouveau point de vigilance alors que la pandémie encourage le développement du télétravail et l'essor du commerce en ligne.



Risque systémique **Risque élevé** **Risque modéré**

La couleur représente le niveau du risque à « dire d'expert » reflétant sa probabilité de matérialisation et son impact systémique potentiel. La flèche indique l'évolution du risque au cours des six prochains mois

1. Analyse transversale des risques pour la stabilité financière

1.1 Une reprise économique fragile, différenciée et reposant sur les mesures de soutien budgétaires et monétaires

Les mesures de soutien ont favorisé un rebond, hétérogène, de l'économie au troisième trimestre 2020 après un creux sans précédent

Les mesures de confinement liées à la pandémie de Covid-19 ont conduit à une contraction sans précédent de l'activité économique dans le monde depuis la Seconde Guerre mondiale, avec une croissance mondiale projetée par le Fonds monétaire international (FMI) à - 4,4 % en 2020. Selon l'institution internationale, les économies avancées, comme les économies émergentes, subiront des baisses d'activité importantes : la croissance devrait être inférieure à zéro dans plus de 85 % des pays en 2020.

Tableau 1.1 : Heatmap économique

Valeurs mensuelles depuis Janvier 2007



Sources : Banque de France, OECD, Insee, Bloomberg, calculs Banque de France.

Dernière mise à jour : 30 décembre 2020.

Note : Pour chaque indicateur, la couleur désigne à quel niveau se situe le résultat mensuel de l'indicateur par rapport à l'historique de ce dernier depuis le premier trimestre 2000 (à l'exception des PMIs qui font référence à un changement par rapport au mois précédent). Les cellules jaunes indiquent un niveau proche de l'observation médiane pour un indicateur donné depuis le premier trimestre 2000 (à l'exception des PMI (Purchase Manager Index), où le jaune est défini par une valeur de 50). Les cellules rouges (vertes) indiquent les pires (meilleurs) résultats pour un indicateur depuis le premier trimestre 2000. Les indicateurs sont en fréquence mensuelle et prennent en compte les effets saisonniers. Certains indicateurs sont exprimés en volume (comme les indices de production industrielle), d'autres en valeur (comme les importations). L'indice « Baltic Dry » est un indicateur quotidien de l'évolution des coûts du fret maritime de vrac sec (minerai, charbon, céréales...)

* Les chiffres du chômage peuvent sembler moins affectés par la crise de Covid-19 en raison des programmes de chômage partiel.

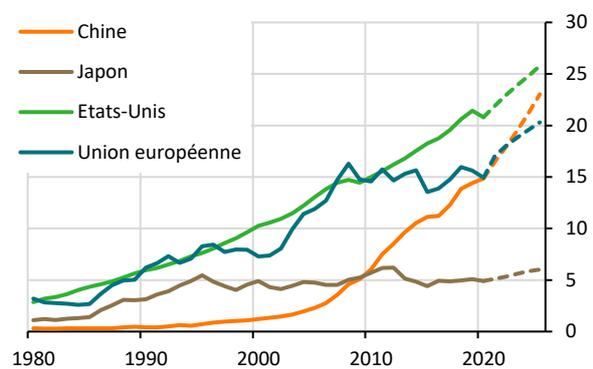
L'activité économique a fortement rebondi au troisième trimestre 2020 dans les principaux pays avancés, après la chute inédite du premier semestre (cf. tableau 1.1). Pour autant, la reprise au niveau international a évolué selon des rythmes différents, avant même la mise en place de nouvelles restrictions dans la majeure partie de l'Europe.

Ce rebond se caractérise également par une forte différenciation sectorielle. En France, les secteurs les plus exposés aux mesures de distanciation sociale ont été les plus fortement touchés par l'impact économique de la pandémie (comme l'automobile, l'aéronautique, le tourisme). Les indicateurs de sentiment de l'enquête de la Banque de France publiée en novembre 2020 suggèrent que le climat des affaires dans le secteur manufacturier a bénéficié d'un fort regain au printemps et à l'été, notamment grâce à l'industrie agro-alimentaire, et s'est amélioré de façon constante dans le commerce de détail (tiré par la vente à distance et l'électronique grand public) et la construction. À l'inverse, le climat des affaires dans les services (en particulier ceux qui ne peuvent pas être digitalisés) était plus dégradé, pénalisé en particulier par une faible activité dans l'hébergement et la restauration. Ces deux derniers segments ont subi, tout comme la culture et l'événementiel, un choc d'offre lié à des fermetures administratives, ainsi qu'un choc de demande qui ne se résorbera que progressivement, notamment du fait de flux touristiques très réduits en 2020.

Aux États-Unis, l'activité économique a jusqu'à présent mieux résisté : le produit intérieur brut (PIB) au troisième trimestre 2020 n'était inférieur que de 2,9 % à son niveau de l'année précédente. Les chiffres de l'indice PMI composite en novembre (à 57,9) suggéraient une amplification de la reprise américaine, sous couvert des incertitudes sanitaires et de l'expiration prochaine des mesures de soutien.

En Chine, où les nouvelles infections à la Covid-19 restent marginales, la reprise est plus avancée, comme le suggère le niveau des importations en octobre (3 % au-dessus du niveau d'avant crise). Cette bonne performance devrait permettre à son PIB d'égaliser celui de l'Union européenne (UE) dès fin 2020.

Graphique 1.1 : Prévisions de croissance par région dans le monde
x : axe temporel / y : milliers de milliards de dollars



Source : Fonds monétaire international – prévisions WEO octobre 2020.

La nouvelle contraction de l'économie, liée à la deuxième vague a été amortie par le maintien des dispositifs de soutien

La résurgence importante du nombre de cas de contaminations à partir de mi-septembre 2020 a conduit au durcissement des mesures sanitaires, et en particulier à l'adoption de mesures de confinement dans de nombreux pays européens, et notamment en France à compter du 30 octobre. Les perspectives de croissance demeurent incertaines mais s'en trouvent affaiblies.

La perte d'activité attendue pour la fin de l'année 2020 devrait néanmoins être moins prononcée qu'en mars-avril¹, du fait du plus grand ciblage des mesures de restrictions d'activités ; leur caractère plus différencié amplifiera les disparités de niveaux d'activité déjà constatées entre les secteurs.

Dans ses prévisions de novembre 2020, la Commission européenne estime que le PIB de l'UE devrait se contracter d'environ 7,5% en 2020 avant de rebondir de 4% en 2021 (3% en 2022), ce qui est inférieur aux prévisions précédentes, et implique que la production reviendrait à peine aux niveaux d'avant la pandémie d'ici la fin 2022. En zone euro, les dernières projections de la Banque centrale européenne – BCE (décembre 2020) anticipent un rebond de 3,9% en 2021 (contre 5,0 % en septembre) puis 4,2 % en 2022 (contre 3,2 % en septembre)² sachant qu'un dépassement des niveaux de PIB pré-crise ne devrait pas advenir avant 2023³.

La rapidité de la reprise en 2021 et 2022 devrait varier considérablement selon les pays, en fonction du degré de sévérité des mesures sanitaires mises en place et maintenues, des structures économiques mais aussi des divergences dans les politiques de réponse à la crise économique. En France, les prévisions de la Commission

¹ Banque de France, [Point sur la conjoncture française à début décembre 2020](#).

² <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>

³ BCE, [Financial Stability Review](#), novembre 2020.

européenne et du FMI prévoient une contraction du PIB proche de 10 % en 2020, suivie d'un rebond partiel de 5 à 6 % en 2021. Ces estimations sont proches de celle de la Banque de France, qui anticipe un rebond de 5 % en 2021 et 2022⁴.

Outre une nouvelle détérioration de la situation sanitaire et le maintien des mesures mises en œuvre pour endiguer l'épidémie, un facteur d'incertitude important pesant sur la croissance est lié au risque de retrait prématuré et abrupt des mesures de soutien budgétaires et monétaires, ainsi que des mesures de flexibilité mises en œuvre dans le cadre réglementaire et de supervision des institutions financières. Cette perspective semble toutefois s'éloigner à plusieurs titres en 2021.

La BCE a confirmé que les flexibilités autorisant les établissements sous sa supervision à opérer temporairement en dessous de certains coussins seront maintenues sur un horizon suffisant pour permettre aux établissements de faire face aux impacts de la crise. La BCE s'est engagée à maintenir ces flexibilités au moins jusqu'à fin 2022 pour les coussins de fonds propres (orientation de Pilier 2 et coussin de conservation du capital) et jusqu'à fin 2021 pour les coussins de liquidité (LCR). Par ailleurs, la prolongation de la plupart des mesures de soutien de l'État en France éloigne également cette perspective.

En outre, un relais supplémentaire de croissance devrait se matérialiser avec le déploiement du plan de relance français et du programme européen *Next Generation EU* d'un montant de 750 milliards d'euros. Représentant près de 5 % du PIB de la zone euro, ce programme européen devrait fournir une forte impulsion à l'économie européenne, dont les effets ne sont pas nécessairement bien intégrés dans les prévisions à ce stade. La principale composante de ce programme, la facilité de reprise et de résilience (*Recovery and resilience facility – RRF*), dotée d'une capacité de 672,5 milliards d'euros de subventions et de prêts, aidera les États membres à faire face aux conséquences économiques et sociales de la pandémie de Covid-19, tout en les orientant vers les transitions écologique et numérique. Les effets du plan de relance français (100 milliards d'euros), qui devrait bénéficier d'un financement européen à hauteur de 40 %, devraient profiter à la croissance française, en parallèle de l'effet d'entraînement des plans de relance mis en œuvre simultanément par nos partenaires européens. Toutefois, avant que les fonds du programme européen ne puissent être déboursés, le processus de ratification, au niveau européen et national doit parvenir à son terme.

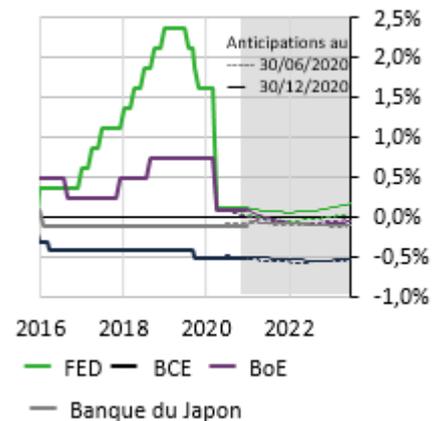
Dans une perspective identique, le FMI a appelé dans ses publications de l'automne 2020, à continuer à soutenir la reprise par des mesures budgétaires fortes⁵. C'est dans cet esprit qu'a été activée la clause dérogatoire générale des règles budgétaires de l'UE, permettant ainsi d'alléger les contraintes en matière d'assainissement budgétaire, au moins jusqu'à la fin 2021.

La réponse à la crise implique le maintien de politiques monétaires accommodantes et d'un environnement de taux d'intérêt durablement bas

Dans les économies avancées, les conditions financières ont atteint des niveaux historiquement accommodants. Ces conditions devraient rester très favorables au moins jusqu'à fin 2022 (cf. graphique 1.2), en raison notamment de l'importance des mesures de fournitures de liquidités et d'achats de titres par les banques centrales.

Graphique 1.2 : Taux directeurs et anticipations

x : axe temporel / y : pourcentage



Sources : Bloomberg

Note : les anticipations sont tirées du marché des taux d'intérêt swap au jour le jour. BoE pour Banque d'Angleterre

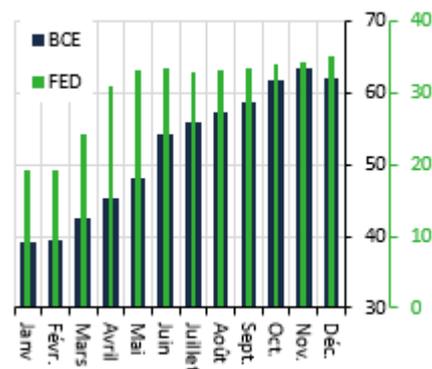
⁴ « Dans le scénario central, l'hypothèse est que l'épidémie ne cesserait pas immédiatement et que le déploiement généralisé de vaccins ne serait pleinement effectif que vers fin 2021. Dans ces conditions, le niveau d'activité de fin 2019 ne serait retrouvé qu'à mi-2022, et le rattrapage s'étalerait sur 2021 et 2022, avec une croissance du PIB autour de 5 % sur chacune de ces deux années. En 2023, la croissance serait encore un peu supérieure à 2 %, un rythme certes toujours élevé, mais moins inhabituel. » <https://publications.banque-france.fr/projections-macro-economiques-decembre-2020>

⁵ FMI, France: *Conclusions des services du FMI à l'issue de leur mission de 2020 au titre de l'article IV*, 2 novembre 2020.

En zone euro, les achats d'actifs dans le cadre du nouveau programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), ont atteint un montant cumulé net de 757 milliards d'euros de titres à fin décembre 2020, tandis que les montants alloués via les opérations de refinancement ciblées à plus long terme (TLTRO III) à des conditions très favorables se sont élevés à 1 533 milliards d'euros en juin, septembre et décembre, pour un effet net en liquidités de 1 131 milliards.

En conséquence, le bilan de la BCE (respectivement de la Réserve fédérale des États-Unis et de la Banque du Japon) a fortement augmenté au cours de l'année 2020 en passant de 43 % du PIB de la zone euro fin mars (resp. 24 % et 109 %) à 62 % fin décembre (resp. 35 % et 135 %), graphique 1.3).

Graphique 1.3 : Taille de bilan de la BCE et de la FED
x : axe temporel en 2020 / y : pourcentage du PIB



Sources : BCE, Bloomberg. Calculs Banque de France.
Dernier point : décembre 2020.

Encadré 1.1 : Accroissement des mesures de soutien de politique monétaire

Le 10 décembre 2020, le Conseil des gouverneurs a procédé à un recalibrage des mesures. L'enveloppe globale du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) est portée à 1 850 milliards d'euros (soit une hausse de 500 milliards, ce montant étant indicatif), avec une extension des achats nets au moins jusqu'à fin mars 2022 et le réinvestissement des tombées au moins jusqu'à la fin 2023. L'objectif prioritaire de l'Eurosystème est de maintenir des conditions de financement très favorables pour l'ensemble des acteurs économiques (entreprises, ménages, États).

Les conditions des opérations de refinancement ciblées à plus long terme (TLTRO III) sont réajustées (allongement de douze mois de la période de bonification additionnelle supplémentaire de 50 points de base (pbs), accroissement des droits de tirage à 55 % de l'encours de prêts éligibles, contre 50 %), ces nouvelles conditions⁶ n'étant accessibles qu'aux banques dont l'activité de prêt atteindra un nouvel objectif⁷. Trois opérations supplémentaires seront menées entre juin et décembre 2021.

L'ensemble des mesures d'assouplissement du collatéral adoptées les 7 et 22 avril 2020 sont prolongées jusqu'en juin 2022 afin de s'assurer que les banques puissent continuer à utiliser pleinement les opérations de liquidité de l'Eurosystème.

Quatre opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (PELTRO) seront également proposées en 2021, pour continuer à fournir des facilités de trésorerie. En outre, la facilité de *repo* de l'Eurosystème pour les banques centrales (EUREP) ainsi que l'ensemble des lignes de *swap* et de *repo* temporaires avec les banques centrales n'appartenant pas à la zone euro seront prolongées jusqu'en mars 2022.

⁶ BCE, communiqué de presse du 10 décembre 2020 sur les TLTRO

⁷ BCE: ce nouvel objectif est lié à la modification de la période d'évaluation de la performance de crédit (extrait du communiqué de presse: le seuil de performance en matière d'octroi de prêts qui doit être atteint pour qu'une contrepartie participante bénéficie du taux d'intérêt minimum appliqué aux opérations TLTRO III au cours de la période prolongée de taux d'intérêt bas est fixé à 0 % entre le 1er octobre 2020 et le 31 décembre 2021. La nouvelle période d'évaluation incite davantage les banques à maintenir le niveau de soutien au crédit qu'elles ont fourni depuis le début de la pandémie)

1.2 La crise augmente les risques existants en lien avec la hausse tendancielle de l'endettement privé (ménages et entreprises) et la soutenabilité de l'endettement public

Les mesures de soutien ont permis d'assurer la continuité du financement des entreprises mais les problématiques de solvabilité deviennent prégnantes dans un contexte de ralentissement économique prolongé

Un ensemble de mesures fortes a permis de maintenir le financement de l'économie

Le choc économique causé par la propagation de la pandémie et les mesures sanitaires s'est traduit pour les entreprises par une chute brutale des revenus, mettant sous pression leur trésorerie. Or, au début de la crise sanitaire en Europe, les sociétés non financières (SNF) et en particulier les moins bien notées (BBB- et *high yield*⁸) ont été confrontées à des difficultés pour obtenir des financements de marché (cf. graphique 1.4).

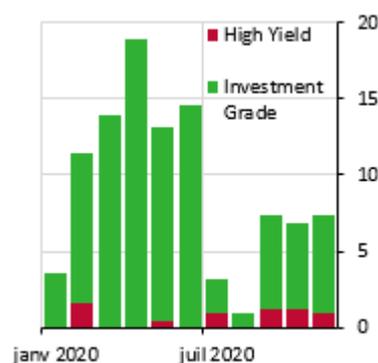
A contrario, les banques ont apporté très rapidement et amplement des financements: les grandes entreprises ont pu très vite mobiliser leurs lignes de crédits disponibles, tandis que les très petites entreprises (TPE) et petites et moyennes entreprises (PME), largement dépendantes du financement bancaire, se sont tournées en nombre vers les dispositifs de soutien mis en place par les pouvoirs publics⁹ : 129,5 milliards d'euros de prêts garantis par l'État (PGE) ont été accordés par les banques au 18 décembre 2020 dont 75% au bénéfice des PME et TPE.

Au total, la dette brute des sociétés non financières (crédits bancaires et titres de dette) a augmenté de près de 175 milliards d'euros entre fin février et fin septembre 2020, contre seulement 65 milliards d'euros sur la même période en 2019. Une progression simultanée de la trésorerie des entreprises (+ 174 milliards d'euros sur la même période), a été observée¹⁰.

La dette nette globale des entreprises françaises n'a donc augmenté que très légèrement sur la même période (+ 0,3 milliard d'euros), soit un rythme inférieur à la moyenne constatée avant la crise (+ 4 milliards d'euros par mois sur la période janvier 2017-février 2020). Cependant, l'écart entre dette brute et dette nette masque des situations très hétérogènes selon les entreprises (cf. [chapitre sur la situation des sociétés non financières](#)) et reflète en partie un décalage temporel entre les ressources et les dépenses des entreprises (en particulier le report des échéances fiscales et sociales), qui laisse présager une hausse de l'endettement net dans les mois à venir.

Graphique 1.4 : Émissions mensuelles de dette obligataire de SNF françaises

x : axe temporel en mois / y : milliards EUR



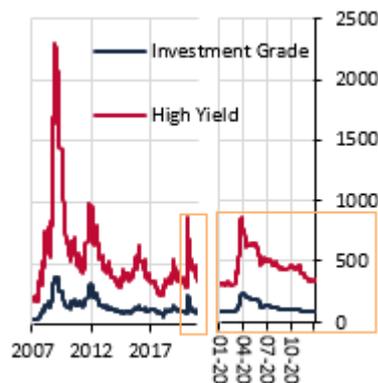
Source : Dealogic

Note : SNF pour Sociétés Non Financières, voir note de bas de page 8 pour la définition de High Yield et Investment Grade

Dernier point au 30 novembre 2020

Graphique 1.5 : Niveau des spreads obligataires

x : axe temporel / y : points de base



Sources : Bloomberg, indice ICE Bank of America – Merrill Lynch.

Dernier point au 31 décembre 2020.

⁸ Le segment *high yield* désigne les émetteurs/émissions de notation inférieure ou égale BB+ tandis que le segment *investment grade* désigne les émetteurs/émissions de notation supérieure ou égale à BBB-

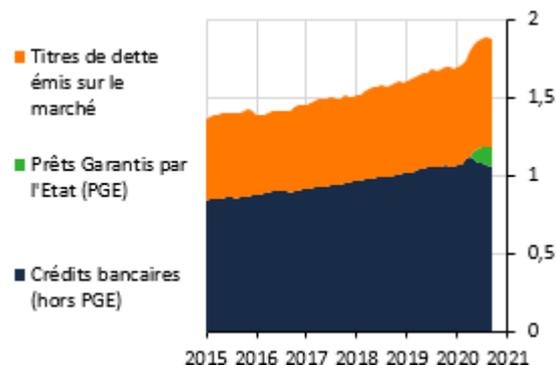
⁹ Si en mars, la hausse des crédits a d'abord été tirée par ceux accordés aux grandes entreprises et entreprises de taille intermédiaire ETI (+ 33 milliards d'euros – tirages importants par ces entreprises sur leurs lignes de crédits mobilisables), par la suite le crédit aux petites et moyennes entreprises (PME) a pris le relais (en particulier les prêts garantis par l'État – PGE). En cumul depuis mars, le flux net de crédit bancaire aux sociétés non financières s'établit à 116 milliards d'euros à fin septembre, dont 67 milliards pour les seules PME.

¹⁰ Banque de France, [Situation financière des ménages et des entreprises, octobre 2020](#)

À ce jour, le financement de l'économie continue d'être assuré par les banques, le secteur non-bancaire et l'Eurosystème, à des conditions favorables pour les emprunteurs.

Graphique 1.6 : Mode de financement des SNF françaises

x : axe temporel / y : milliers de milliards d'euros

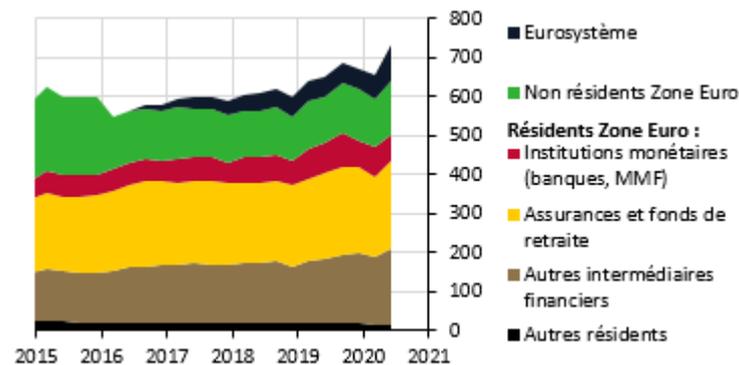


Sources : Banque de France (webstat), ministère de l'Économie et des Finances.

Dernier point au 30 septembre 2020

Graphique 1.7 : Détenteurs des titres de dette des SNF françaises

x : axe temporel / y : milliards d'euros



Sources : BCE (SHS et SDW), calculs Banque de France.

Note : MMF pour fonds monétaires.

Dernier point au 30 juin 2020

Si l'endettement bancaire explique la majeure partie de l'augmentation de la dette brute, le recours au financement de marché après une interruption brutale les deux semaines autour du 15 mars 2020 a été de nouveau très dynamique dès la fin mars. Les entreprises bien notées ont émis des quantités record d'obligations depuis le début de l'année (principalement en avril, mai et juin, avec un ralentissement au cours de l'été), tandis que les émissions d'obligations des entreprises à haut rendement (*high yield*) se sont fortement redressées après une interruption en mars et avril (cf. graphique 1.4).

Ces émissions ont eu lieu à des conditions financières favorables. En zone euro, les écarts de rendement vis-à-vis des titres souverains de même maturité, ont diminué depuis le pic de la crise et se sont rapprochés de leurs niveaux pré-crise aussi bien sur le segment *investment grade* que *high yield* (cf. graphique 1.5). Outre les achats de l'Eurosystème, le secteur non-bancaire (assurances, fonds d'investissement, etc.) a absorbé à compter de fin mars une partie significative des nouvelles émissions jusqu'à fin juin (cf. graphique 1.7).

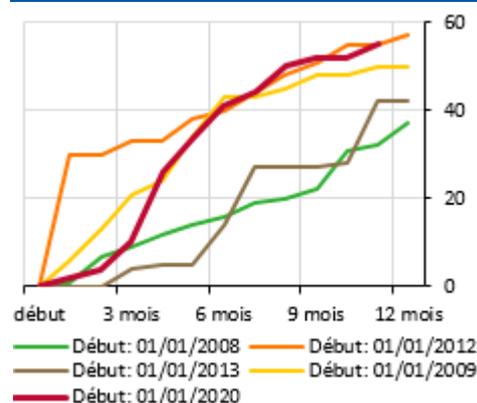
Les perspectives de notation de crédit des sociétés non financières restent menacées

Si une vague de dégradations de notes de crédit des sociétés non financières par l'ensemble des agences de notation a été observée en 2020, pour autant, aucun défaut de société notée n'a été enregistré depuis le début de la crise.

Ce périmètre ne capture évidemment pas les nombreuses défaillances de plus petites sociétés non notées (plus de 14 600 PME ont ainsi fait défaut entre avril et septembre 2020), dont le nombre est resté toutefois très largement contenu au vu de l'ampleur de la

Graphique 1.8 : Dégradations de la note d'entreprises cotées en France à partir du début de chaque crise

X : axe temporel / y : nombre de dégradation

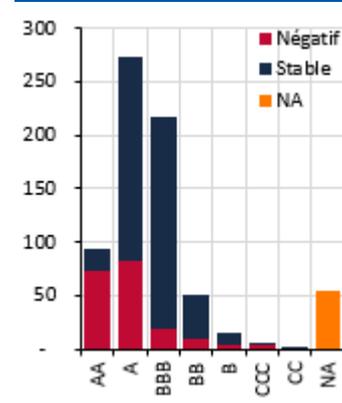


Sources : Bloomberg, S&P, Moody's, Fitch.

Champ : ensemble des entreprises françaises notées par une des trois agences. Une notation agréée est obtenue en faisant la moyenne des 3 agences et est utilisée pour ce graphique. À noter que le nombre d'entreprises suivies par les agences augmente dans le temps. Les périodes choisies correspondent à des intervalles de temps avec à la fois une croissance faible et un nombre élevé de dégradations.

Graphique 1.9 : Répartition de la dette d'entreprise française par outlook et par notation

x : axe temporel / y : milliards d'euros



Sources : Banque de France, Bloomberg.

Note : Données sur les encours à fin septembre 2020; données d'outlooks à fin novembre 2020. La poche NA correspond aux titres non notés ou dont la notation n'est pas disponible. L'outlook porte sur l'entreprise.

crise, grâce aux mesures de soutien et au gel des procédures administratives.¹¹

Ainsi, le nombre de défaillances enregistrées entre juillet et septembre 2020 reste inférieur de près de 40 % à celui observé sur la même période en 2018 et 2019 selon les chiffres de la Banque de France. Cette tendance provient également des moratoires de dettes qui ont été largement utilisés¹², et réactivés début décembre par l’Autorité bancaire européenne¹³, ce qui devrait continuer de soutenir l’économie. Corrigé des variations saisonnières, le nombre moyen de défaillances de juillet à septembre 2020 augmente ainsi de 51,9 % comparé au nombre moyen d’avril à juin 2020¹⁴.

Si le mouvement de dégradations des notes des entreprises a ralenti au cours de l’été (cf. graphique 1.8), de nombreuses sociétés restent menacées, comme en atteste la part importante de sociétés placées sous « perspectives négatives » (*outlook*) ou sous surveillance par les agences.

Au total, 27 % de la dette obligataire des SNF françaises est placée en *outlook* négatif à fin novembre 2020. Le volume de dette qui pourrait être prochainement dégradé s’élève donc à 196 milliards d’euros, majoritairement notée AA (près de 72 milliards d’euros) et A (82 milliards). Si l’essentiel de l’encours de dette BBB continue de bénéficier d’un *outlook* stable, 9% est placé sous *outlook* négatif, soit 19 milliards d’euros, dont 12 milliards de dette BBB- qui pourraient basculer en catégorie spéculative (cf. graphique 1.9).

Un [chapitre](#) explore plus en détail le sujet des sociétés non financières face au choc de la crise sanitaire.

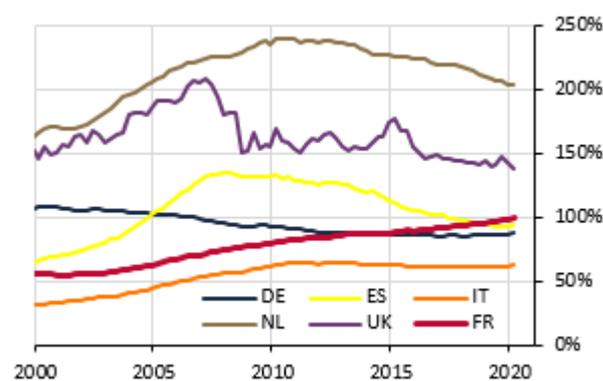
Un choc sur le revenu des ménages contenu à ce stade

Les mesures de soutien aux ménages, en particulier les dispositifs d’activité partielle, ont permis de préserver une part importante de l’emploi et des revenus disponibles des ménages. Néanmoins, malgré ce soutien très significatif, le choc produit des effets hétérogènes et intervient dans le contexte d’une augmentation rapide de l’endettement des ménages français depuis quelques années.

Les effets hétérogènes du choc pour les ménages reflètent la diversité sectorielle du choc pour les entreprises (cf. *supra*) mais également des modalités de l’emploi (l’emploi salarié a été largement protégé tandis que les formes d’emploi plus précaire ou les travailleurs indépendants ont été davantage affectés). Ainsi, si la chute temporaire de la consommation des ménages causée par le premier confinement s’est traduite par une augmentation significative de l’épargne des ménages (environ 90 milliards d’euros à la fin du troisième trimestre 2020), le surcroît d’épargne a plutôt été le fait des ménages plus aisés. Une étude récente du Conseil d’analyse économique estime qu’à fin août 2020, 70 % du surcroît d’épargne bancaire a été réalisé par les 20 % de ménages les plus aisés¹⁵.

Par ailleurs, le choc est intervenu dans le contexte d’une augmentation rapide de l’endettement des ménages qui a contribué, malgré la baisse des taux d’intérêt, à une hausse de la charge de remboursement appréciée au niveau individuel comme au niveau macroéconomique (cf. graphique 1.10).

Graphique 1.10 : Taux d’endettement des ménages
x : axe temporel / y : pourcentage du revenu disponible brut



Source : Banque de France.

Note : DE pour Allemagne, ES pour Espagne, IT pour Italie, NL pour Pays-Bas, UK pour Royaume Uni, FR pour France.

Dernier point : 30 juin 2020

¹¹ Données mensuelles cvs-cjo, www.banque-france.fr/statistiques/chiffres-cles-france-et-etranqer/defaillances-dentreprises/suivi-mensuel-des-defaillances

¹² <https://eba.europa.eu/banks-report-significant-use-covid-19-moratoria-and-public-guarantees>

¹³ <https://eba.europa.eu/eba-reactivates-its-guidelines-legislative-and-non-legislative-moratoria>

¹⁴ www.banque-france.fr/statistiques/chiffres-cles-france-et-etranqer/defaillances-dentreprises/suivi-mensuel-des-defaillances

¹⁵ Cette étude exploite des données de comptes bancaires et permet d’analyser finement l’hétérogénéité des évolutions de la consommation et de l’épargne des ménages. Pour plus de détails, voir : <http://www.cae-eco.fr/dynamiques-de-consommation-dans-la-crise-les-enseignements-en-temps-reel-des-donnees-bancaires>

Le niveau élevé du taux d'effort pour une partie significative des emprunteurs explique certainement l'importance des renégociations intervenues entre mars et mai 2020 dont le motif tranchait nettement avec les vagues de renégociations antérieures : alors qu'il s'agissait précédemment de bénéficier de la baisse des taux d'intérêt, les renégociations intervenues à compter du printemps 2020 visaient une réduction de la charge de remboursement, sans renégociation du taux d'intérêt.

À ce stade, et compte tenu de l'ampleur du soutien public, le coût du niveau élevé de l'endettement des ménages est principalement macroéconomique et le risque de crédit des ménages n'a, *a priori*, pas augmenté fortement. En effet, à fin novembre 2020, 97 552 dossiers de surendettement ont été déposés depuis le début de l'année 2020, contre 132 624 en 2019 à la même date, soit une réduction de 26 % environ. Pour être précis, si l'essentiel de la baisse a eu lieu entre mars et juillet 2020, le rythme des dépôts de l'automne 2020 est toujours inférieur de l'ordre de 10 % à celui de l'automne 2019.

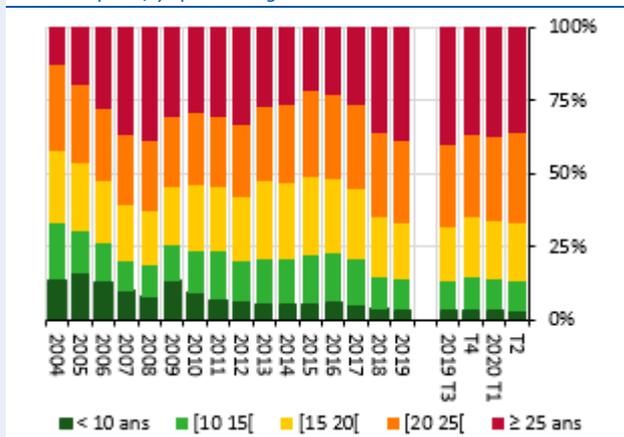
Néanmoins, l'augmentation du chômage qui résulterait d'un ralentissement économique pourrait limiter la capacité de remboursement de la dette des ménages. D'un point de vue macroéconomique, le niveau élevé de la charge de remboursement pèse sur la relance de la consommation des ménages. Le risque de crédit des ménages reste très maîtrisé : compte tenu des conséquences (pour eux-mêmes) d'un défaut, les ménages priorisent le remboursement de leur dette, au prix, éventuellement, d'un ajustement de leur consommation.

Encadré 1.2 : Les recommandations prises par le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF)

Entre 2015 et 2019, l'endettement des ménages a progressé à un rythme rapide (+5,3 % en glissement annuel en 2019 après +5,7 % en 2018). Ce dynamisme a été en particulier porté par le dynamisme du crédit immobilier (+5,8 % en 2018 et +6,8 % en 2019), lequel a été permis par la baisse des taux, la progression des revenus des ménages mais également par une dérive progressive mais continue des conditions d'octroi de crédit immobilier (cf graphiques 1.11 et 1.12).

Graphique 1.11 : Distribution des maturités à l'octroi

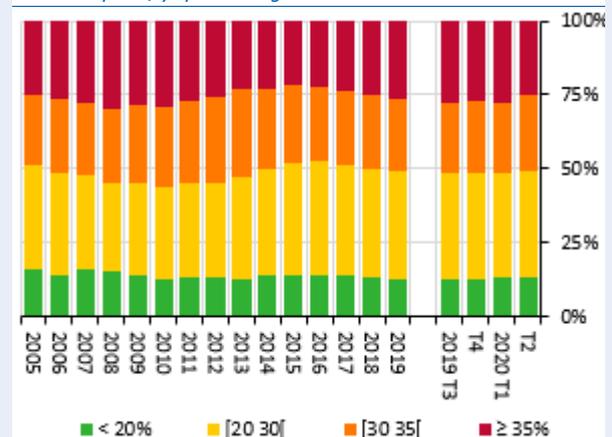
X : axe temporel / y : pourcentage



Source : Banque de France.

Graphique 1.12 : Distribution du taux d'effort à l'octroi

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (ACPR).

Face à cette dynamique de l'endettement des ménages et afin de prévenir une poursuite de la dérive des conditions d'octroi, le HCSF a recommandé le 20 décembre 2019 (n° R-HCSF-2019-1¹⁶) aux établissements de crédit et aux sociétés de financement de faire preuve de prudence en rappelant deux critères habituels dans l'octroi des crédits immobiliers résidentiels en France :

- (i) le taux d'effort à l'octroi des emprunteurs de crédit immobilier (part des revenus du ménage consacrée au remboursement de la dette) en veillant à ce que ce taux n'excède pas 33 % du revenu disponible ;
- (ii) la maturité du crédit à l'octroi en veillant à ce qu'elle n'excède pas vingt-cinq ans ;

¹⁶ https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/hcsf/HCSF20191212_R2019_1_Recommandation.pdf

Les établissements bénéficiaient toutefois d'une marge de flexibilité de 15% de la production trimestrielle de nouveaux crédits, pour accorder des prêts dérogeant à ces deux conditions d'octroi.

Un an après l'adoption de cette recommandation, la dérive des conditions d'octroi s'est infléchie: la part de crédits présentant des taux d'effort élevés ou des maturités longues se réduit graduellement. Cette inflexion ne semble pas avoir bridé la dynamique de la production de crédit: si la production (hors rachats et renégociations) a baissé temporairement en mars-avril 2020, le rebond enregistré depuis mai a plus que compensé cette baisse et la production mensuelle moyenne depuis mars s'établit au niveau de la production observée au 1^{er} semestre 2019. En septembre 2020, la production de nouveaux crédits (hors rachats et renégociations) s'est même établie à un plus haut historique (19,0 milliards d'euros) puis de nouveau en octobre (20,2 milliards d'euros).

Sur la base de l'observation de la première année de mise en œuvre, le HCSF a procédé à un ajustement de la recommandation¹⁷ (i) en introduisant une tolérance de deux ans sur les différés d'amortissement associés à certains prêts immobiliers, (ii) en relevant la référence du taux d'effort à l'octroi de 33 % à 35 % tout en précisant les modalités de calcul et (iii) en augmentant la marge de flexibilité pour les établissements de crédit à 20 % de la production nouvelle hors rachats et renégociations tout en prévoyant que cette flexibilité soit davantage ciblée sur la primo-accession.

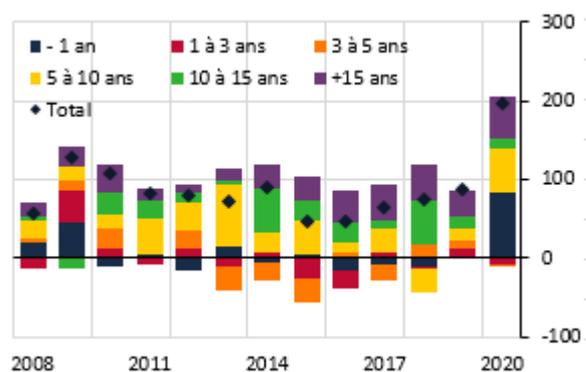
Le ralentissement économique et la prolongation nécessaire des mesures d'aide ont pour conséquence une forte augmentation de l'endettement public

La crise sanitaire a conduit la France, comme la plupart des autres pays, à mettre en œuvre d'importantes mesures budgétaires pour amortir son impact économique et favoriser une reprise de l'activité ultérieure. La Commission européenne estimait ainsi à plus de 2 190 milliards d'euros les montants des aides d'État autorisées début juin 2020, en majorité sous forme de PGE et prêts à taux bonifiés.

Dans la zone euro, ces mesures discrétionnaires ont participé d'une politique budgétaire fortement expansionniste, représentant environ 4,5 % du PIB¹⁸ en moyenne dans l'Union européenne, avec toutefois des disparités importantes entre pays (de 1 % du PIB pour l'Espagne à 7 % pour la Lituanie)¹⁹, qui peuvent s'expliquer par des marges de manœuvre initiales hétérogènes. Le ralentissement important de l'activité en 2020, couplé à ces mesures de soutien exceptionnelles et aux effets des stabilisateurs automatiques, conduiront à une forte dégradation des finances publiques en 2020.

Les déficits des gouvernements de la zone euro ont grimpé à 8,8 % du PIB en 2020, contre 0,6 % en 2019, un niveau supérieur au déficit record de 6,4 % enregistré fin 2009. Pour quasiment deux tiers des États membres, les déficits devraient encore excéder 3 % du PIB en 2022¹⁹. En France, la loi du 29 décembre 2020 de finances pour 2021 prévoit un déficit public à 8,5 % du PIB (contre 3 % en 2019). La prévision d'exécution pour 2020 reste à 11,3 %.

Graphique 1.13 : Émissions de dette nettes pour la France
x : axe temporel / y : milliards d'euros



Sources : Bloomberg, AFT.
Dernier point : 30 décembre 2020.

¹⁷ HCSF, communiqué de presse du 17 décembre 2020

¹⁸ Chiffre qui ne prend pas en compte les reports de taxes et les garanties publiques.

¹⁹ Commission européenne, European Economic Forecast, automne 2020.

Pour financer ces mesures de soutien, l'Agence France Trésor a émis un montant record de dette nette en 2020, principalement à court terme et à échéances de 5 à 10 ans (cf. graphique 1.13). Au total, les gouvernements de la zone euro ont émis près de 1 000 milliards d'euros de dette nette sur les dix premiers mois de 2020 selon la Banque centrale européenne²⁰.

En termes de ratio dette/PIB, la Commission européenne projette pour la France un niveau de 115,9 % à fin 2020, supérieur à celui de la zone euro (à 101,7 %), et de 119,4 % en 2022 (contre 102,6 % pour la zone euro)¹⁹. Du côté du dénominateur, la forte baisse de l'activité sur l'année 2020 explique près de la moitié de la hausse du ratio dette/PIB en Italie, au Portugal, en Espagne et en France.

Les nouvelles restrictions imposées par la seconde vague d'infections fin 2020 vont conduire à un besoin de financement supplémentaire des dépenses de stimulus.

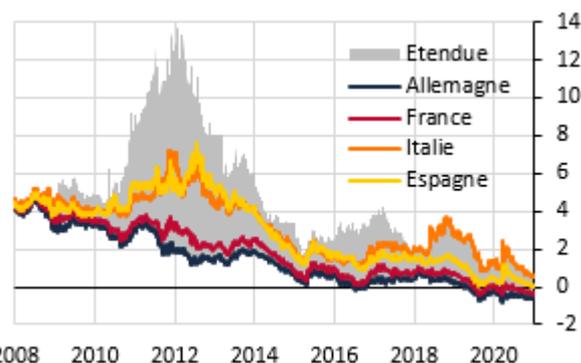
Le bénéfice macroéconomique de ces dépenses publiques justifie leur maintien tant que les effets de la crise sanitaire perdurent et ce en dépit de la forte augmentation de la dette.

À court terme, les risques liés à un tel recours à l'endettement paraissent en tout état de cause limités. Tout d'abord, les refinancements de dette s'opèrent actuellement à des taux historiquement bas, y compris pour les pays les plus endettés de la zone euro ; les dettes souveraines de la zone euro bénéficient de la présence de

l'Eurosystème sur le marché secondaire, de la recherche de rendement par les investisseurs, et du succès des premières émissions communes de dette européenne d'un montant total émis en 2020 de 39,5 milliards d'euros destiné à financer le chômage partiel, qui ont rencontré une forte demande des investisseurs²¹.

Les rendements des obligations souveraines des pays de la zone euro ont continué à décroître en dépit de la hausse de l'endettement, et la dispersion des écarts de rendements entre pays s'est également réduite (cf. graphique 1.14). Le taux moyen pondéré des émissions de dette françaises à moyen et long terme ressort sur les trois premiers trimestres de l'année 2020 à -0,11 %, contre 0,11 % en 2019 et une moyenne de 1,63 % sur la période 2009-2017. Les finances publiques françaises devraient continuer à bénéficier, à court et moyen terme au moins, de taux d'intérêt bas avec un effet favorable sur la dynamique de la dette, tant que le taux d'intérêt à l'émission reste inférieur au taux de croissance moyen de

Graphique 1.14 : Rendement des dettes 10 ans des pays de la zone euro
x : axe temporel / y : pourcentage

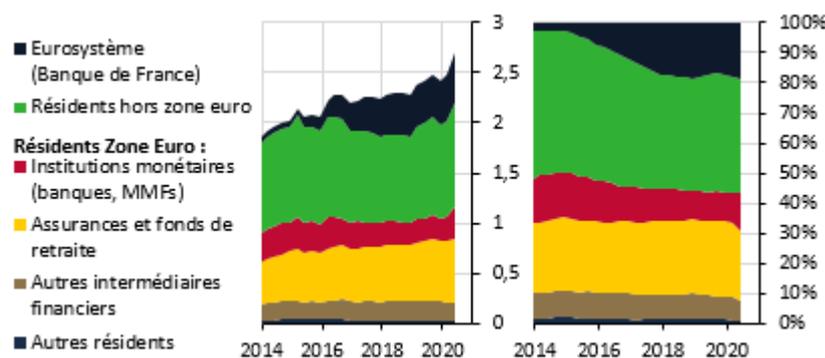


Source : Bloomberg.

Notes : L'étendue représente les rendements min et max des dettes 10 ans des pays de la zone euro, hors Grèce.

Dernier point au 30 décembre 2020

Graphique 1.15 : Détenteurs de la dette publique française de marché
x : axe temporel / y : milliards de milliards EUR et pourcentage



Sources : BCE (SHS, SDW), calculs Banque de France

Notes : Détention de la dette publique (y.c. État et organismes divers d'administrations publiques dont sécurité sociale et collectivités territoriales) par type d'agent. La détention par l'Eurosystème est approximée en considérant uniquement la Banque de France. Détail de certaines catégories :

- Autres intermédiaires financiers : acteurs financiers autres que les institutions monétaires, les assurances et les fonds de retraite. Il s'agit principalement des OPC non monétaires ;
- Autres résidents : en particulier les administrations publiques, sociétés non financières et ménages.

²⁰ BCE, *Financial Stability Review*, Novembre 2020.

²¹ Dans le cadre du programme SURE (*Supports to mitigate the Unemployment Risks in an Emergency*), l'Union européenne a émis trois fois depuis mi-octobre 2020 pour 39,5 milliards d'euros sur cinq piliers de maturité (5 ans, 10 ans, 15 ans, 20 ans, 30 ans) et avec des taux à l'émission entre la France et l'Allemagne pour des maturités équivalentes. La demande a été exceptionnellement élevée (au total 522 milliards de demande).

l'économie. De plus, cette dette supplémentaire est essentiellement portée par la Banque de France dans le cadre des programmes d'achats de l'Eurosystème et dans une moindre mesure par les banques et assureurs français, puis le reste du monde (cf. graphique 1.15), ce qui limite le risque de volatilité de sa détention.

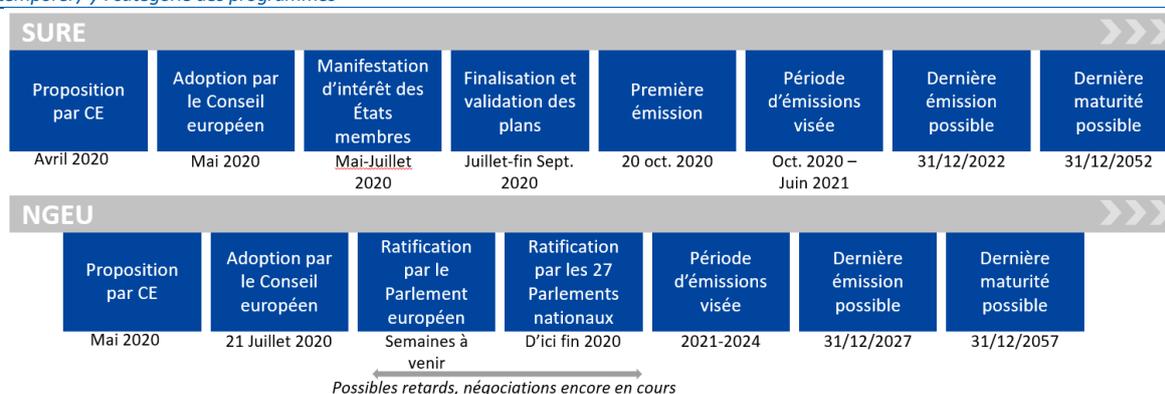
Par ailleurs, les mécanismes de soutien budgétaire adoptés au niveau européen, dont la *Recovery and resilience facility* (RRF), renforcent la solidité budgétaire de la zone dans son ensemble en ciblant tout particulièrement les pays les plus affectés par la pandémie, via des subventions et des prêts à des conditions plus favorables. Les prochaines émissions de dette commune dans le cadre des dispositifs SURE (*Supports to mitigate the Unemployment Risks in an Emergency*) et du *Recovery Fund* placeront l'Union européenne parmi les plus importants émetteurs de dette en Europe au cours des prochaines années (cf. graphique 1.16). Ces émissions de dette commune permettront d'accéder à des ressources de marché à des taux avantageux. Ces dettes demeurent en tout état de cause une charge financière commune pour les contribuables européens dont le remboursement leur incombera.

Pour autant, la forte augmentation des dettes publiques soulève nécessairement la question de leur soutenabilité à plus long terme. Un endettement plus élevé augmente la vulnérabilité de long terme aux hausses de taux ou aux chocs économiques. En particulier, la diminution des marges de manœuvre budgétaires des États peut limiter leur capacité à faire face à de nouveaux chocs, et les effets d'un choc sur l'économie réelle seraient beaucoup plus marqués. En outre, en cas de reprise économique durablement faible, la dette pourrait augmenter en raison d'un solde primaire incompatible avec une décade durable de la dette (les recettes fiscales seraient trop faibles pour amorcer cette décade). Enfin, la hausse du stock de dette expose la France à une dégradation de sa notation souveraine et de la qualité de sa signature, entraînant une hausse des taux d'intérêt qui alourdirait la charge de la dette.

L'endettement souverain doit également être surveillé du fait de ses interactions importantes avec les risques bancaires, mais aussi avec le secteur des entreprises non financières évoqué plus haut. Les passifs éventuels liés aux garanties des prêts pourraient augmenter encore les niveaux de la dette souveraine si la situation économique se détériorait et si ces garanties de prêts étaient appelées²².

Graphique 1.16 : Chronologie des programmes SURE et NGEU (*Next Generation EU*)

x : axe temporel / y : catégorie des programmes



Source : Banque de France

Le montant maximal à risque apparaît relativement modeste par rapport à l'ensemble de la dette publique mais la matérialisation de ces risques pourrait s'ajouter aux pressions existantes sur la solidité budgétaire. En cas de choc sur l'économie, il existe donc un risque de bouclage, par lequel la dégradation de la notation du souverain et la hausse concomitante du risque bancaire (causée par l'augmentation du coût du risque de crédit des entreprises et par une dépréciation de la dette souveraine) s'autoalimentent et se renforcent mutuellement.

²² Le projet de loi de finance se fonde sur un éventuel montant de perte brute de 4,5 % du montant des PGE (sans les gains associés à la garantie de l'État qui est facturée). En cas d'un choc économique plus défavorable et des probabilités de défaut amplifiées, une estimation plus stressée pourrait aller jusqu'à 6,2 % du montant des PGE.

1.3 Le rebond notable des marchés financiers rend certains marchés vulnérables à des risques de correction

La déconnexion apparente des marchés peut être expliquée partiellement par certains facteurs

Les mesures de soutien massif ainsi que des données macroéconomiques meilleures que prévu au troisième trimestre 2020 ont favorisé une amélioration considérable du sentiment de risque sur les marchés. Les marchés actions américains et, dans une moindre mesure, européens, ont connu à compter de l'été un rebond significatif depuis leurs plus bas de mars, pour atteindre des plus hauts historiques dans le cas américain.

Ces niveaux de valorisation peuvent apparaître en décalage avec les conditions macroéconomiques actuelles, d'importantes incertitudes pesant en effet sur la reprise. Les résultats des entreprises, bien que globalement supérieurs aux attentes, affichent une baisse de profitabilité tandis qu'une nouvelle vague de dégradations des notations ne peut être exclue.

Toutefois, certains facteurs permettent de rationaliser cette déconnexion, en lien notamment avec la baisse des taux souverains des pays peu risqués. Autrement dit, une part de l'appréciation des marchés actions s'explique par la prolongation de l'environnement de taux bas après le choc de mars. Une analyse plus en profondeur des niveaux de valorisation est réalisée dans [le chapitre dédié à l'étude d'une possible déconnexion entre les marchés financiers et l'économie réelle](#).

En outre, il ressort que les investisseurs discriminent les secteurs en fonction de leur résistance aux conséquences de la Covid-19. Une partie du rebond et de la surperformance de certains indices peut ainsi être expliquée par le poids des entreprises technologiques en leur sein (plus de 25 % du S&P 500 par exemple), pour lesquelles l'impact de la crise a été bien moins négatif. Le poids du secteur technologique est *a contrario* moins élevé dans les indices actions français.

Néanmoins, ces facteurs sont partiels et n'expliquent qu'une partie de l'appréciation, tandis que, à l'inverse, un certain nombre d'indicateurs témoignent d'une prise de risque excessive.

Ainsi, sur les marchés obligataires, les primes de risque sur les obligations à haut rendement ont largement décliné depuis leur pic de mi-mars en Europe comme aux États-Unis, se rapprochant de leur niveau pré-crise en dépit de projections de taux de défaut assez élevés sur ce segment et le risque d'un resserrement des conditions de crédit.

Or, en cas de choc, le niveau de valorisation élevé des actifs peut amplifier l'impact sur la stabilité financière.

Une diminution brutale des prix des actifs, dans un contexte de forte volatilité est de nature à créer des besoins de liquidité très importants, notamment pour honorer des appels de marge accrus, dans le cadre de transactions compensées centralement ou non. Il s'agit en particulier des marges exigées en lien avec les expositions des investisseurs sur les marchés de contrats futures ou dérivés de gré à gré, sur actions, mais également sur matières premières, ou encore sur les contrats futures ou dérivés de gré à gré de taux.

Les appels de marges ont été à cet égard importants au printemps 2020 pouvant créer des besoins de liquidité atypiques et potentiellement déstabilisateurs. Ce risque de liquidité peut affecter les banques, néanmoins sans grande incidence compte tenu des liquidités dont elles disposent.

Cependant, l'impact peut être plus problématique sur le secteur de l'intermédiation non-bancaire et notamment sur les fonds et assureurs, ainsi que les sociétés non financières (SNF) qui peuvent également être exposés sur ce type de produits, compte tenu d'un volant de liquidité limité, voire très contraint en ce qui concerne les SNF.

Après une période de réduction des risques en mars 2020, le secteur financier non-bancaire européen a recommencé ces derniers mois à prendre davantage de risques de crédit et de liquidité, à la faveur d'un retour des entrées vers les fonds d'investissement de la zone euro.

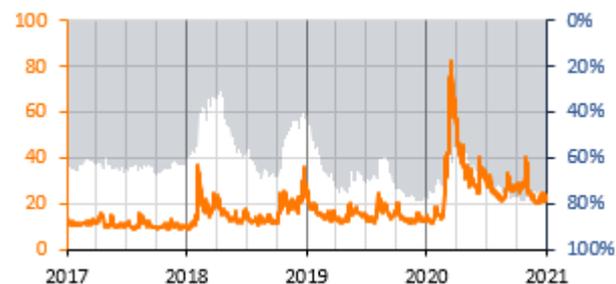
En particulier, les fonds ont augmenté leurs expositions aux instruments ayant des maturités plus longues et à la dette des entreprises moins bien notées, tandis que les liquidités des fonds obligataires sont revenues à leurs niveaux pré-crise.

Un choc de liquidité pourrait les conduire à opérer des ventes forcées d'actifs financiers, pour obtenir des liquidités, engendrant de façon procyclique une dépréciation supplémentaire des actifs.

Ces évolutions exposent les fonds d'investissement à d'importantes sorties en cas de nouvelles turbulences et rendent d'autant plus nécessaire le traitement des vulnérabilités structurelles du secteur, qui sont développées dans [le chapitre](#) analysant les perturbations sur le financement non-bancaire.

Graphique 1.17 : Position spéculative sur la volatilité

x : axe temporel / y (gauche) : niveau du VIX en points de base / y (droite) en faveur d'une stabilité du VIX (échelle inversée)



Sources : BCE, Bloomberg, calculs Banque de France.

Dernier point : 30 décembre 2020.

1.4 La persistance de l'environnement de crise fragilise la rentabilité des banques et des assureurs, qui bénéficient toutefois d'une situation de solvabilité solide.

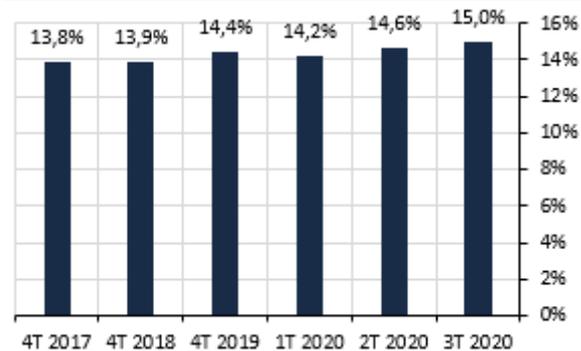
La crise de la Covid-19 renforce les anticipations d'un scénario de taux bas durable, qui reste un défi structurel majeur auquel font face les intermédiaires financiers français.

Les banques françaises présentent une situation de solvabilité et de liquidité solide.

Le ratio de solvabilité CET1 moyen des six principaux groupes bancaires français, à partir d'un niveau déjà historiquement élevé en début d'année 2020, a continué à se renforcer (graphique 1.18). À fin septembre 2020, le ratio moyen avait continué à progresser sous l'effet cumulé de la mise en réserve intégrale des résultats 2019 et des mesures de soutien prises au titre de la supervision (*Capital Requirements Regulation – CRR quick fix*, allongement de la période de transition IFRS9, etc). En outre, la diminution des risques pondérés entre le premier, deuxième, et troisième trimestres 2020 (cf. graphique 1.20) a eu un effet positif sur le ratio CET1.

Graphique 1.18 : Ratio CET1 des six principaux groupes bancaires français

x : axe temporel / y : pourcentage



Sources : ACPR

Enfin, les ratios de levier se sont repliés aux premier et deuxième trimestres pour ensuite se stabiliser au troisième trimestre ; le ratio de levier a été plus impacté que le ratio de CET1 étant donné que l'augmentation de la taille du bilan est surtout expliquée par des augmentations d'actifs bénéficiant d'une pondération par le risque faible ou nul (réserves en banque centrale, obligations d'État et créances garanties par l'État dans une moindre mesure).

La situation de liquidité des banques apparaît également solide. Les émissions sur les différents types de dettes bancaires ont repris fortement, dès avril 2020, et ont atteint 49,1 milliards d'euros à fin septembre, à comparer à des volumes de 48,6 milliards en 2019 à la même époque.

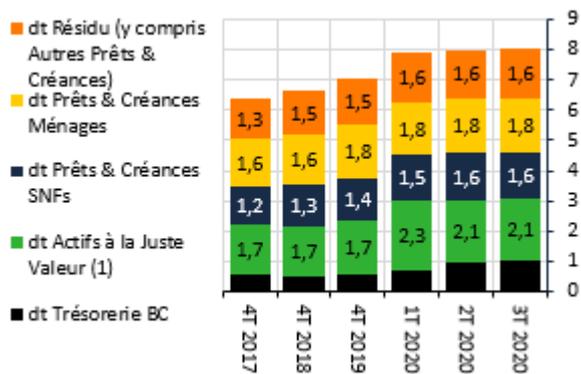
Ces émissions ont été réalisées à des rendements de 0,53 %, niveau très favorable par rapport au rendement moyen de l'année 2019 (0,81 %). Les premières tensions apparues dès fin février avec le gel des marchés obligataires primaires et la hausse des rendements à l'émission ont donc été rapidement effacées.

Par ailleurs, les conditions très favorables offertes par les opérations de refinancement, en euros, auprès de l'Eurosystème ont favorisé une souscription importante des banques. Les opérations de LTRO à 3 mois et à 3 ans effectuées le 25 mars 2020 ont rencontré 194 milliards d'euros de demande ; la TLTRO à 3 ans allouée en juin (respectivement en septembre) a été souscrite par 742 établissements au sein de la zone euro à hauteur de 1 308 milliards d'euros (respectivement 174 milliards d'euros). La dernière opération de TLTRO III en date (décembre 2020) s'élève à 50,4 milliards d'euros, et a été souscrite par 156 établissements, soit une demande nette des remboursements et des tombées de 37 milliards d'euros. Au total, les montants alloués via les opérations de refinancement ciblées à plus long terme (TLTRO III) à des conditions très favorables se sont élevés à 1 533 milliards d'euros en juin, septembre et décembre, pour un effet net en liquidités de 1 131 milliards d'euros).

À la suite de la crise sanitaire, le bilan agrégé des banques françaises progresse, tandis que les actifs pondérés par les risques restent stables

Graphique 1.19 : Évolution du bilan des six grands groupes bancaires français

x : axe temporel / y : milliers de milliards EUR

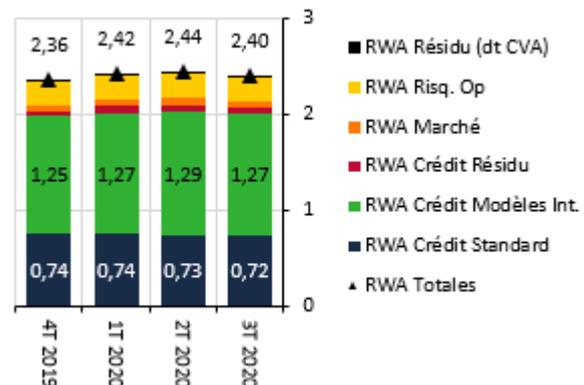


Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)

Note : (1) actifs à la juste valeur (par résultat ou par capitaux propres).

Graphique 1.20 : Évolution des actifs pondérés par les risques (Risk-Weighted Assets RWA) des six grands groupes bancaires français

x : axe temporel / y : milliers de milliards EUR



Source : Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR).

La taille du bilan des six grands groupes bancaires français entre fin 2019 et septembre 2020 a progressé de 14 %, passant de 7 895 à 8 005 milliards d'euros (cf. graphique 1.19). Cette progression s'explique principalement par :

- une augmentation des actifs de trésorerie et de compte à vue banque centrale qui sont passés de 590 à 1 014 milliards d'euros, soit une progression de + 72 %. Ils représentent désormais 13 % du total bilan (contre 8,4 % en début d'année) ;
- les actifs à la juste valeur (par résultats ou par capitaux propres)²³ progressent également de 18 %, passant de 1 743 à 2 050 milliards d'euros, dont 83 % relèvent du portefeuille de négociation ;
- les prêts et créances aux sociétés non financières ont augmenté de 8 % à 1 552 milliards d'euros (soit + 116 milliards d'euros à rapprocher des 120 milliards d'euros de PGE distribués à la même période), contre une progression de 2 % pour ceux destinés aux ménages. Il s'agit d'une contrepartie logique à l'augmentation de l'endettement bancaire des entreprises.

Cependant, lorsque ce bilan est pondéré par les risques, l'augmentation des risques portés par les banques françaises apparaît plus limitée. Ainsi, sur les neuf premiers mois de 2020, entre la hausse des volumes et les

²³ Titres d'Etats, obligations du secteur privé, actions, dérivés (sauf dérivés de couverture) : tous les instruments financiers Available For Sale avant IFRS9

premières dégradations de la qualité des expositions, les actifs pondérés par le risque de crédit (*risk weighted assets* – RWA) des six grands groupes bancaires français ont progressé de maximum 2,9% à fin juin 2020 (cf. graphique 1.20).

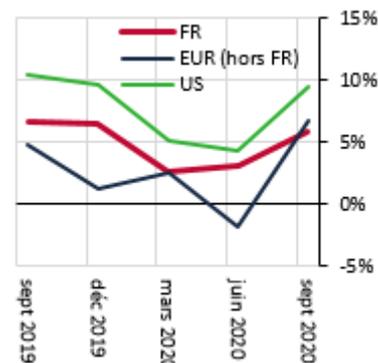
Cette augmentation a été atténuée par différentes mesures tels que l’octroi des PGE ou le « *quick fix* » de la *Capital Requirements Regulation* (CRR) qui a notamment diminué les actifs pondérés par le risque de crédit (RWA) des prêts aux PME. Toutefois, à exposition constante, la dégradation de la situation financière des sociétés non financières pourrait entraîner une augmentation des actifs pondérés afférents.

Dans le même temps, les résultats nets des banques baissent

Le produit net bancaire agrégé des quatre grands groupes bancaires français²⁴ à fin septembre 2020 s’inscrit en repli modéré (- 3,9 %, à 90,9 milliards d’euros) par rapport à septembre 2019. En dépit d’une réduction de 3,4 % des frais de gestion, le résultat net baisse de près de 62 % à 11,6 milliards d’euros, compte tenu de l’augmentation du coût du risque. Par rapport à septembre 2019, la rentabilité annualisée des capitaux propres (RoE) à fin septembre 2020 s’est réduite en France à 5,9 % (- 0,7 point de pourcentage – pt), et aux États-Unis à 9,4 % (- 1 pt), et a progressé en Europe hors France à 6,7 % (+ 2 pts), cf. graphique 1.21.

Graphique 1.21 : RoE trimestriel annualisé

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR.

Note : RoE pour Return on Equity.

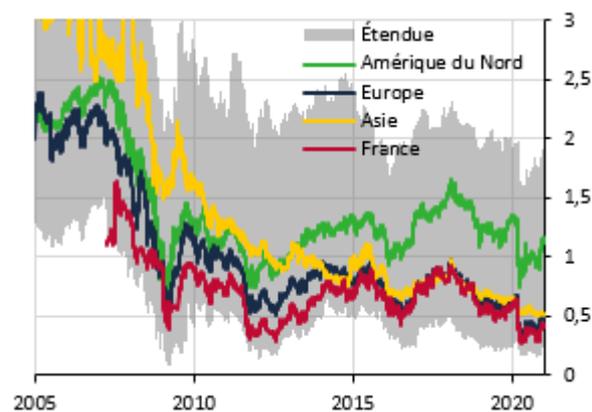
Une diminution structurelle de la marge nette d’intérêts (MNI) des banques françaises dans l’environnement de taux bas

Compte tenu de la persistance de l’environnement de taux bas, l’écoulement de l’encours de prêts contractés antérieurement à des taux plus élevés continuera de peser sur la rémunération moyenne de l’actif des banques. La crise a par ailleurs conduit à une augmentation des dépôts bancaires, correspondant à la fois à une épargne de précaution et à une consommation réduite par la période de confinement, la plupart du temps non rémunérée, et bénéficiant d’un plancher de rémunération de 0 %. Dans un contexte de taux négatifs, cette augmentation d’une ressource à 0 % peut constituer une contrainte supplémentaire sur la marge nette d’intérêts.

À l’opposé, les banques profitent de cet environnement de taux pour se refinancer à des taux plus faibles, notamment via les opérations de refinancement auprès de l’Eurosystème tout en profitant du mécanisme mis en place fin 2019 dit de *tiering* permettant d’exempter une partie des dépôts auprès des banques centrales de l’effet des taux d’intérêts négatifs. La combinaison du *tiering* et du taux de refinancement pouvant atteindre - 1 %, permet d’atténuer le coût supporté par les banques lié à la mise en œuvre de la politique monétaire, et découlant de la forte augmentation des réserves excédentaires, rémunérées au taux de la facilité de dépôt de - 0,5 %. Les marges nettes d’intérêt restent en repli sur les neuf premiers mois de l’année 2020.

Graphique 1.22 : Ratio « price-to-book » par zone géographique

x : axe temporel / y : unités



Sources : BCE, Bloomberg. Dernier point : 30 décembre 2020.

Note : Le price-to-book (PB) est un ratio boursier qui met en rapport :

- (1) Le prix auquel l’entreprise s’échange actuellement en bourse;
- (2) La valeur comptable, ou “book value”, c’est à dire la valeur de ses fonds propres telle qu’inscrite au bilan

²⁴ BNPP, Société Général, BPCE, Groupe Crédit Agricole.

Une augmentation conjoncturelle du coût du risque des banques

La détérioration des perspectives macroéconomiques a induit une hausse du coût du risque qui a dégradé la rentabilité des banques sur les neuf premiers mois de l'année. Sur cette période, le coût du risque s'établit à 11,5 milliards d'euros, soit une augmentation de 6,2 milliards par rapport à la même période en 2019, qui se situait toutefois à un niveau historiquement faible (cf. encadré 1.3). Cette hausse du coût du risque a été en partie alimentée par la banque de financement (+ 2 milliards), pénalisée notamment par le provisionnement de quelques gros dossiers en défaut, et par la banque de détail en France (+ 1,6 milliards).

Le coût du risque pourrait toutefois continuer à peser à court et moyen terme sur les indicateurs comptables (cf. graphique 1.22) et prudentiels des banques compte tenu du resserrement des mesures sanitaires. Cette hausse du coût du risque contribue à la dégradation des résultats avant impôts, qui enregistrent un repli de 34,3 % par rapport aux neuf premiers mois de 2019.

Encadré 1.3 : Le provisionnement des six grands groupes bancaires français (BNPP, GCA, SG, BPCE, GCM, LBP) au troisième trimestre 2020, sur la base des états prudentiels Finrep

En analyse trimestrielle, le coût du risque baisse nettement par rapport aux deux premiers trimestres de 2020 (3 milliards d'euros au troisième trimestre 2020, contre 3,6 et 5,9 milliards d'euros aux premier et deuxième trimestres), mais son niveau reste toutefois plus élevé qu'en période de « pré-crise ». Sur neuf mois cumulés, la hausse s'élève à 100 % par rapport à la même période en 2019.

Après de forts mouvements au deuxième trimestre, les transferts d'actifs de niveau 1 vers le niveau 2 d'IFRS 9 marquent un arrêt²⁵. L'augmentation des créances douteuses concerne principalement les sociétés non financières (SNF), de 3,7 % en mars à 4,0 % en septembre. En outre, la forte hausse des encours sur la période (liée notamment à l'octroi des prêts garantis par l'État – PGE) au dénominateur du ratio vient « diluer » ce taux, alors que le montant de créances douteuses sur les SNF a augmenté de plus de 5 milliards d'euros, soit une hausse de 10 %. Reflétant des perspectives macroéconomiques dégradées, les taux de provisionnement des actifs sur encours sains (niveaux 1 et 2) augmentent encore, tandis que celui des actifs en niveau 3 (encours douteux) continue de baisser pour atteindre 51,7 %, soit 2,2 points de pourcentage de moins qu'en décembre 2019.

Du fait des différences de qualité des portefeuilles de crédit, des flexibilités d'application inhérentes à la norme IFRS9 et des recommandations du superviseur pour éviter une procyclicité de cette dernière, il est difficile à ce stade de qualifier les modalités de provisionnement des banques françaises. Historiquement, on observe un coût du risque plus faible au sein des banques françaises, vis-à-vis de leurs homologues européennes et américaines, avec un lissage plus important lors de la crise de 2008 par exemple, qui s'explique notamment par des différences de qualité des portefeuilles de crédit, ce qui rend délicat tout exercice de comparaison internationale en matière de provisionnement. Les mesures de soutien aux entreprises, le recours important aux PGE et aux moratoires ainsi que les filets de sécurité sociaux vis-à-vis des ménages viennent en outre atténuer la sinistralité des prêts. La qualité inhérente des portefeuilles peut varier (*i.e.* ventilation sectorielle, critères d'octroi des crédits, poids du crédit immobilier résidentiel et cautions Crédit Logement).

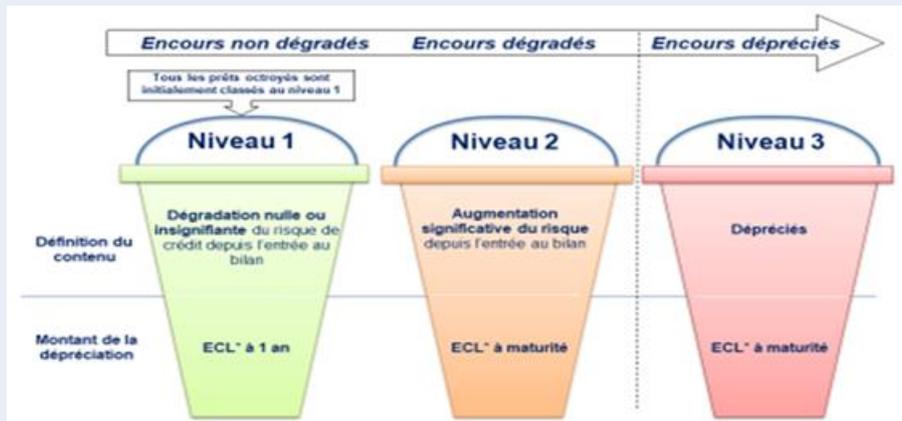
Il convient de rester prudent sur les trimestres à venir :

- o Le nouveau confinement, bien que moins strict et préjudiciable dans une moindre mesure à l'activité économique qu'au printemps, est néanmoins susceptible d'augmenter à la fois le coût du risque « avéré »

²⁵ Depuis l'entrée en vigueur de la norme *International Financial Reporting Standards* – IFRS 9 relative aux « instruments financiers » le 1^{er} janvier 2018, les établissements européens doivent anticiper la reconnaissance des pertes de crédit selon un modèle comptable de pertes attendues. Ainsi, les instruments financiers doivent être classés selon trois « niveaux » : le **niveau 1** signifie que l'actif n'a pas vu son risque augmenter significativement depuis sa comptabilisation, tandis que le **niveau 2** indique que l'actif a connu une augmentation significative de son risque de crédit, sans pour autant être considéré comme en défaut (**niveau 3**). Les pertes attendues doivent être calculées sur douze mois pour les instruments en niveau 1, et sur toute la maturité des instruments en niveaux 2 et 3.

(encours en niveau 3) et sur encours sains (niveaux 1 et 2) si les banques révisent à la baisse leurs hypothèses de croissance utilisées dans le calcul des pertes attendues.

o Des indicateurs avancés comme l'augmentation des prêts en renégociation qui sont toujours considérés comme performants ou de la part des prêts avec des retards de paiement supérieurs à 30 jours suggèrent qu'une progression des transferts vers les niveaux 2 et 3 est à envisager à l'avenir, entraînant mécaniquement de nouvelles hausses de provisions.

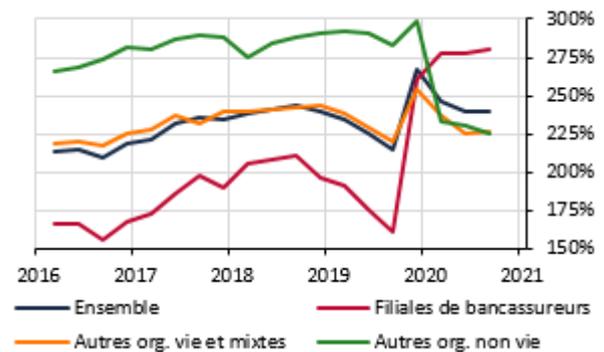


Les assureurs présentent une couverture des exigences en capital solide, en dépit du niveau bas des taux d'intérêt et de la crise sanitaire

Dans un contexte de taux déjà historiquement bas, la volatilité des marchés actions et la hausse des spreads des obligations d'entreprises ont affecté de façon transitoire les fonds propres des organismes d'assurance vie et non-vie et leur solvabilité. À un niveau agrégé, les assureurs disposent de suffisamment de fonds propres pour continuer à couvrir les exigences en capital mais le taux moyen de couverture a baissé significativement en raison de la crise, passant de 267 % à 239 % en moyenne entre la fin de l'année 2019 et la fin septembre 2020 (cf. graphique 1.23).

Graphique 1.23 : Ratio réglementaire assureurs

x : axe temporel / y : pourcentage



Sources : ACPR

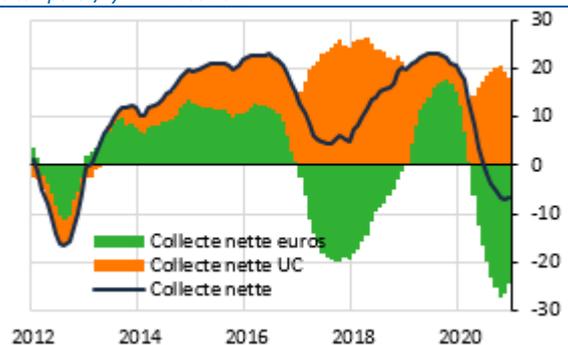
L'impact sur l'assurance-vie du contexte de taux bas et de la crise sanitaire : les épargnants privilégient la sécurité et la liquidité

L'environnement persistant de taux bas force les assureurs vie et mixtes à repenser leur modèle. Jusqu'ici, les épargnants français ont plébiscité l'assurance vie et plus précisément les supports euros qui bénéficient d'une garantie en capital et sont rachetables à tout moment, le plus souvent sans frais. En réponse à la baisse des taux, qui érode leurs revenus financiers, les assureurs ont notamment développé une autre offre, en unités de compte (UC), permettant aux investisseurs d'obtenir un

Graphique 1.24 : Collecte nette en assurance-vie

(cumul 12 mois)

x : axe temporel / y : milliards EUR



Source : ACPR.

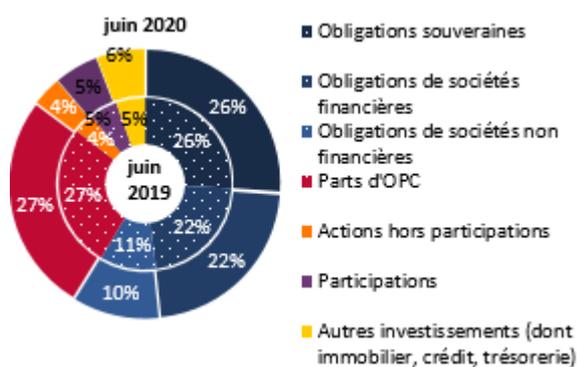
rendement plus élevé en acceptant en contrepartie de supporter le risque de marché. Les autorités publiques appellent toutefois les professionnels à être particulièrement transparents auprès des investisseurs particuliers.

En 2020, alors que le confinement a engendré un surcroît d'épargne des ménages français, les assureurs ont été confrontés à une décollecte nette d'environ 6,5 milliards d'euros entre janvier et septembre sur les supports rachetables (i.e. fonds euros et unités de compte). Cette décollecte résulte d'une forte décollecte nette sur les supports en euros (-23,8 milliards²⁶) dans un contexte de très faibles taux d'intérêt et d'une collecte nette en unités de compte qui résiste bien (+17,2 milliards d'euros)(cf. graphique 1.24). Les mois du confinement (mars, avril et mai) présentent les plus fortes décollectes à près de 4 milliards d'euros par mois.

Les assureurs investissent majoritairement dans des titres de bonne qualité

La volatilité des marchés liée à la crise de la Covid-19 constitue un risque supplémentaire pour les assureurs-vie dont la rentabilité était déjà affectée par le contexte actuel de taux durablement bas. De fait, le résultat des assureurs vie est largement affecté par les produits financiers qui ont tendance à diminuer en lien avec la baisse des revenus des actifs obligataires. Ainsi, le taux moyen de rendement de l'actif a diminué de 3,5 % à 2,6 % entre 2013 et 2019.

Graphique 1.25 : Décomposition de l'actif des assureurs

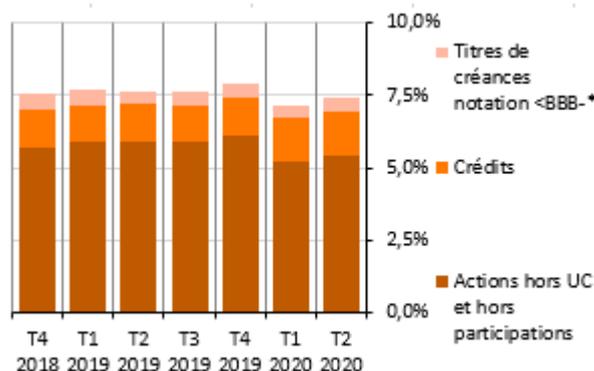


Sources : ACPR France

Note : Le graphique ne tient pas compte de la mise en transparence des OPC

Graphique 1.26 : Ventilation des investissements risqués

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

Note : La notation s'applique aux obligations, titres structurés et titres garantis

Toutefois, malgré la baisse des rendements de l'actif depuis plusieurs années, les assureurs ont peu modifié l'allocation de leurs actifs et continuent de privilégier les placements sûrs et liquides, comme les obligations souveraines (26 % des placements avant mise en transparence), les obligations du secteur financier (22 %), les obligations des sociétés non financières (10 %) et les actions (4 %) (cf. graphique 1.25).

Ainsi, la part des actifs les plus risqués – actions détenues en portefeuille propre et donc non détenues dans le cadre des unités de compte (dont le risque est porté par les souscripteurs de contrats d'assurance), et hors participations, crédits et titres de créances mal notés – restait en début de crise stable aux alentours de 8 %. Par ailleurs, la part d'investissements liquides et bien notés permet dans le contexte actuel de faire face à d'éventuels retards de perception des cotisations des entreprises pour le secteur de la prévoyance notamment ou à une hausse potentielle des rachats en assurance-vie.

La revalorisation des contrats s'inscrit à la baisse et des provisions sont constituées

La baisse du rendement de l'actif s'accompagne de différentes mesures relatives aux engagements en euros des assureurs. La première est la diminution des taux de revalorisation attribués chaque année aux assurés sur leurs supports en euros, la rémunération annuelle de ces contrats étant un facteur de concurrence entre organismes.

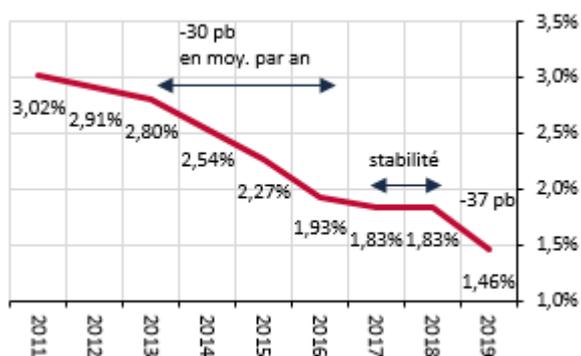
²⁶ Chiffres de (dé)collectes nettes après prise en compte des arbitrages nets entre supports.

Cette baisse s'est accompagnée d'un accroissement des provisions pour participation aux bénéficiaires, réserve permettant aux assureurs vie de lisser dans le temps la revalorisation des contrats. Ce stock de provisions s'élève à 4,7 % des provisions mathématiques (engagements des assureurs) et représente donc désormais l'équivalent de trois années pleines de revalorisation.

Enfin, plus que jamais, les assureurs sont contraints de réinventer leur modèle d'affaires. Pour cela, ils développent notamment de nouveaux produits d'assurance retraite et se diversifient vers d'autres lignes d'activité, comme l'assurance santé qui occupe une place grandissante dans l'activité de certains assureurs-vie.

Graphique 1.27 : Taux de revalorisation

x : axe temporel / y : pourcentage

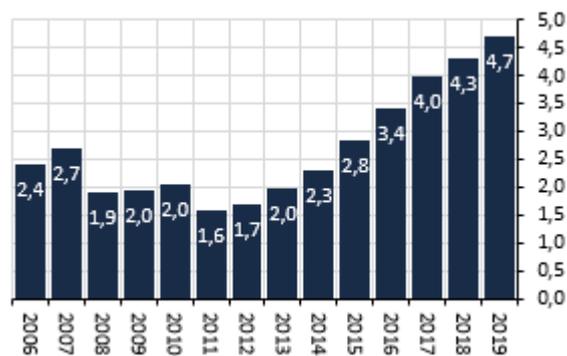


Source : ACPR.

Note : pb pour point de base, moy. pour moyenne.

Graphique 1.28 : Dotation à la participation au bénéfice (PPB)

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR.

1.5 Des évolutions structurelles porteuses de nouveaux risques

Vers une meilleure prise en compte du risque climatique

Le risque climatique comme risque de stabilité financière fait dorénavant l'objet d'un consensus international parmi les autorités financières (cf. encadré 1.4), nécessitant une action rapide, et passant notamment par une mesure de ces risques et la conduite de tests de résistance ou stress tests. La capacité à mesurer les risques climatiques et à conduire des exercices de stress test rencontre encore toutefois des obstacles qu'il est essentiel de lever. Il est crucial de promouvoir et de mettre en œuvre une divulgation et une standardisation du reporting des risques climatiques pour améliorer la comparabilité des données extra financières.

Un besoin de standardisation du reporting des risques climatiques

La *Task force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) lancée par le Conseil de stabilité financière (CSF) en 2015 afin de définir des recommandations concernant la transparence financière des entreprises en matière de climat a précisé dans son « *Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures* » (juin 2017) onze recommandations, qui encadrent le reporting financier des entreprises et investisseurs en matière de risques et d'opportunités liés au changement climatique, et s'articulent autour de quatre piliers (i.e. gouvernance, stratégie, gestion des risques, indicateurs et métriques).

À septembre 2020, 1 440 organisations ont apporté leur soutien à la TCFD, ce qui représente une capitalisation boursière de 12,6 milliers de milliards de dollars. Son troisième *status report* a été publié en octobre 2020.

Encadré 1.4 : Premier rapport d'une autorité sur la gestion du risque climatique aux États-Unis

Le 9 septembre 2020, le sous-comité sur les risques de marché liés au climat du Comité consultatif sur les risques de marché de la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC)²⁷ a publié un rapport appelant les régulateurs financiers américains à reconnaître que le changement climatique fait peser des risques graves sur le système financier américain, les incitant à agir de manière urgente et décisive pour mesurer, comprendre et traiter ces risques. Cette prise de position officielle, inédite pour une agence fédérale américaine, s'inscrit dans une volonté de s'impliquer davantage dans les travaux internationaux en cours sur le sujet, notamment dans le cadre du *Network for Greening the Financial System* (NGFS), que la CFTC invite les régulateurs américains à rejoindre (recommandation 4.6).

Pour la CFTC, seule la mise en place d'un prix du carbone à l'ensemble de l'économie, à un niveau qui reflète le véritable coût social de ces émissions, permettra aux marchés financiers de canaliser efficacement les ressources vers des activités qui réduisent les émissions de gaz à effet de serre (recommandation 1). La législation existante fournit par ailleurs déjà aux régulateurs financiers américains des pouvoirs étendus et flexibles qui pourraient être utilisés pour commencer dès à présent à traiter les risques financiers liés au climat. L'insuffisance des données et des outils d'analyse pour les mesurer et les gérer reste cependant une contrainte majeure.

La CFTC émet plusieurs recommandations ambitieuses portant notamment sur les stress tests et les « *disclosures* » climatiques.

- En étroite collaboration avec les institutions financières, les régulateurs devraient entreprendre des tests de résistance aux risques climatiques, comme cela se fait dans d'autres juridictions et comme le recommande le NGFS (recommandation 6.6).
- Les régulateurs financiers devraient soutenir l'élaboration de systèmes de classification ou de taxonomies normalisés et cohérents, adaptés aux États-Unis, pour les risques physiques et de transition, l'exposition, la sensibilité, la vulnérabilité, l'adaptation et la résilience, couvrant les classes d'actifs et les secteurs, afin de définir des termes de base permettant de comparer les données sur les risques climatiques et les produits et services financiers associés. Pour élaborer ces orientations, les États-Unis devraient étudier la création d'un organisme d'élaboration de normes (OEN) composé de membres des secteurs public et privé (recommandation 5.2).
- Les régulateurs devraient exiger des entreprises cotées en bourse qu'elles divulguent les émissions de portée 1 et 2²⁸.
- Les États-Unis devraient envisager l'intégration du risque climatique dans la politique budgétaire, en particulier pour les activités de relance économique couvrant les infrastructures, les secours en cas de catastrophe ou d'autres reconstructions fédérales.

Les premières tentatives de standardisation du *reporting* extra-financier lié au climat proviennent essentiellement d'organismes américains (e.g. CDP, CDSB, GRI, SASB²⁹...), qui pourraient s'imposer comme référentiel global de *reporting* climatique. Créés sous l'impulsion d'organisations non gouvernementales (ONG), ces organismes privés proposent des cadres de reporting pour la comptabilisation et/ou la divulgation des performances des entreprises en matière de développement durable. SASB, GRI et CDP, en particulier, ont commencé à comparer leurs référentiels aux recommandations de la TCFD, à des fins de plus grande harmonisation.

²⁷ Le rapport précise toutefois en préambule que « les points de vue, analyses et conclusions exprimés [...] reflètent les travaux du sous-comité sur les risques de marché liés au climat du Comité consultatif sur les risques de marché et ne reflètent pas nécessairement les points de vue du Comité consultatif sur les risques de marché, de la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) ou de son personnel, ou du gouvernement américain »

²⁸ Le protocole sur les gaz à effet de serre (*Greenhouse Gas Protocol*) constitue le cadre de référence mondial utilisé pour classer les émissions de gaz à effet de serre (GES), selon trois catégories. Les émissions de portée 1 sont des émissions directes provenant de sources possédées ou contrôlées par un organisme. Les émissions de portée 2 sont des émissions indirectes provenant de l'énergie achetée (électricité, vapeur, chaleur et refroidissement) produite par des entités externes. Enfin, les émissions de portée 3 englobent toutes les autres émissions indirectes de la chaîne de valeur, à la fois en amont et en aval.

²⁹ Carbone Disclosure Project, Climate Disclosure Standards Board, Global Reporting Initiative, Sustainability Accounting Standards Board

Au niveau français, l'article 173 de la loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte a mis en place un dispositif novateur de reporting extra-financier. Cet article prévoit en effet l'accroissement des obligations de transparence des investisseurs concernant l'intégration de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans leurs stratégies d'investissement, dont la prise en compte des risques climatiques et les moyens mis en œuvre pour contribuer et favoriser la transition énergétique.

L'article 29 de la loi relative à l'énergie et au climat, promulguée le 8 novembre 2019, élargit ces obligations de reporting extra-financier aux « risques liés à la biodiversité ». Par ailleurs, les entreprises françaises d'intérêt public de plus de 500 salariés sont également soumises à la directive européenne sur les informations non financières (*non-financial reporting directive* – NFRD, entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2018), qui leur impose de publier un rapport non financier relatif à i) leur performance sociale ; ii) la préservation de l'environnement et iii) la qualité de leur gouvernance (critères dits ESG)³⁰.

Au niveau européen, la Commission européenne a chargé le Groupe consultatif pour l'information financière en Europe (EFRAG) de réfléchir à un langage unique européen en matière d'information extra-financière, en vue d'élaborer des standards qui permettront aux entreprises de déclarer toutes leurs données ESG selon un même format.

Un groupe de travail, a commencé ses travaux en septembre 2020 et doit rendre son rapport sur le contenu et la structure de ce possible corpus de normes européennes pour le 31 janvier 2021. Cette initiative, qui s'inscrit dans le cadre de la stratégie « Finance verte » de la Commission, démontre la volonté européenne de conserver un rôle précurseur en matière de réglementation et de normalisation des risques d'origine climatique.

En parallèle, au niveau international, la Fondation *International Financial Reporting Standards* – IFRS a notamment proposé la création, sous son égide, d'un organisme de standardisation des normes de reporting climatique, aux côtés de l'IASB. Cette proposition, publiée le 30 septembre 2020, est en consultation jusqu'au 31 décembre 2020. L'un des enjeux de cette initiative, pour l'Union européenne, est d'assurer un dialogue et une coordination efficaces avec les travaux de l'EFRAG, afin de conserver une influence déterminante sur les standards qui s'imposeront à terme en Europe, et ajuster les standards internationaux à la hauteur des ambitions européennes.

La digitalisation de l'économie est porteuse de risque pour la stabilité financière

La dimension potentiellement systémique du risque cyber augmente avec l'accélération de la numérisation

La crise accélère la nécessité d'une évolution du modèle d'affaires des institutions financières, notamment en matière de digitalisation de leurs activités et offre de services. Les contraintes pesant sur la rentabilité des banques, sont néanmoins de nature à limiter les capacités d'investissement qui doivent être déployées dans cette direction, dans un contexte de concurrence de la part des fintechs, mais surtout des bigtechs. Il apparaît crucial que les institutions financières soient en mesure de dégager des marges de manœuvre financières pour faire face à ces évolutions nécessaires.

Par ailleurs, la poursuite de la numérisation des économies induit une augmentation tant des interdépendances fonctionnelles entre systèmes d'information et des risques associés à des problèmes opérationnels en la matière qu'à la surface d'attaque des incidents cyber (augmentation des volumes de données, du nombre d'utilisateurs, d'appareils connectés, d'applications, de connexions mobiles, etc.). En outre, l'interconnexion importante de divers systèmes et réseaux augmente le risque que les cyber-incidents se propagent rapidement et largement, ce qui rend le cyber-risque plus difficile à évaluer et à atténuer.

³⁰ Ce rapport inclut une description des politiques ESG et des risques identifiés par les entreprises compte tenu de leur modèle d'activité ainsi que des indicateurs clés de performance non normés.

La croissance du recours à l'externalisation de services auprès d'un nombre restreint d'acteurs spécialisés (dans l'informatique de nuage par exemple) contribue à renforcer le niveau de sécurité moyen, mais tend à augmenter l'impact systémique d'un incident qui risque dès lors d'affecter simultanément un nombre plus important d'acteurs financiers. À ces évolutions, s'ajoute la sophistication accrue des cyber-attaques, alors que l'efficacité d'une attaque est corrélée à la moindre maturité du système de sécurité et à l'obsolescence des actifs soutenant les fonctions essentielles des entreprises³¹.

De façon plus conjoncturelle, la crise sanitaire a accéléré l'adoption de technologies à grande échelle et représenté un défi majeur en nécessitant une bascule massive des activités financières vers le télétravail et la prestation de services à distance. Cette évolution brutale et massive, pourtant vecteur de risques, s'est réalisée dans un cadre maîtrisé du risque cyber, la matérialisation des épisodes d'attaques n'ayant pas à ce stade atteint une échelle systémique.

Tous les incidents cyber ne représentent pas une menace pour la stabilité financière. L'*European Systemic Risk Board* (ESRB) a développé un cadre d'analyse conceptuelle appliqué à des scénarios historiques et hypothétiques pour évaluer dans quelles circonstances le cyber-risque peut devenir une source de risque systémique pour le système financier. Le rapport conclut qu'il est possible qu'un incident cyber de grande ampleur affectant le secteur financier puisse dans certaines circonstances créer des perturbations pouvant avoir de très sérieuses conséquences adverses sur les marchés et l'économie réelle. À cet égard, il ressort de l'analyse que des pertes financières importantes (réelles ou attendues) et l'érosion significative de la confiance dans le système financier constituent deux facteurs critiques³². Les périodes de crise pouvant être des moments privilégiés par les cyber-attaquants pour maximiser l'incidence d'une attaque sur la confiance dans le système financier, il apparaît donc nécessaire de renforcer encore la vigilance dans le contexte actuel.

Parmi les travaux menés par les autorités sur les plans national et international, pour contenir le risque cyber, figurent l'identification des cyber-vulnérabilités, des canaux permettant d'atténuer les impacts d'un incident cyber majeur, ainsi que la définition de bonnes pratiques de gestion et de rétablissement des crises cyber pour les institutions financières³³.

En complément, plusieurs exercices récents tels les exercices TITUS et UNITAS conduits au sein de l'Eurosystème, et l'exercice *G7 crossborder coordination exercise* organisé en juin 2019 par la Banque de France lors de la présidence française du G7, ont permis de renforcer la capacité opérationnelle des autorités financières et des principaux acteurs concernés (banques, systèmes de paiement, infrastructures de marché, autres autorités publiques, etc.) à faire face à un incident cyber de très grande ampleur affectant le secteur financier et d'identifier plusieurs axes d'amélioration qui sont en cours de mise en œuvre. Au niveau européen, le projet de règlement DORA (*Digital Operational Resilience Act*) proposé par la Commission européenne consacrera dans des textes contraignants un cadre européen de résilience opérationnelle numérique, couvrant notamment la gestion du risque de tiers et la communication des informations entre institutions financières ou vis-à-vis du superviseur et du surveillant.

³¹ Voir notamment pour le secteur bancaire le rapport de la BCE sur le questionnaire SREP IT Risk: www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/html/ssm.aroutcomesrepiriskquestionnaire202007~9ed9aaa17d.en.html#toc7

³² *European Systemic Risk Board, Systemic cyber risk, février 2020.*

³³ Le Financial Stability Board (FSB) a publié en octobre 2020 un rapport intitulé *Effective Practices for Cyber Incident Response and Recovery*. Des travaux sont également en cours sur la gestion des incidents cyber au niveau de l'*European Systemic Risk Board*.

2. Les sociétés non financières face au choc de la crise sanitaire

Après avoir augmenté continûment au cours des quinze dernières années, la dette des sociétés non financières (SNF) françaises a bondi de 185 milliards d'euros depuis le début de la crise sanitaire. Alors que la situation financière des entreprises était déjà identifiée depuis quelques années comme un point de vigilance du point de vue de la stabilité financière, l'augmentation rapide de l'endettement financier des SNF compensant en partie la forte réduction des *cash flows* liée au confinement, augmente cette vulnérabilité.

Néanmoins, cette augmentation de la dette intervient dans un contexte très particulier, et traduit aussi la prudence dont ont fait preuve de nombreuses entreprises. Si la situation des SNF restera durablement marquée par la violence du choc subi depuis quelques mois, la réduction rapide de l'incertitude et le renforcement des fonds propres devraient permettre à certaines entreprises de réduire leur endettement et de remettre en œuvre les projets actuellement en suspens. *A contrario*, une poursuite des difficultés sanitaires et/ou une reprise lente seraient de nature à dégrader fortement la situation financière des entreprises les plus fragiles et les plus endettées.

2.1 Des vulnérabilités préexistantes

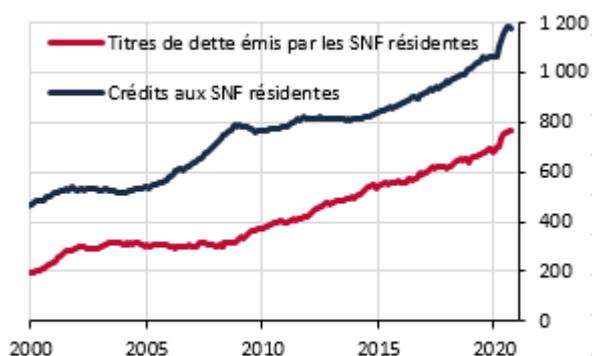
Une tendance à la hausse de l'endettement

La dynamique de l'endettement des entreprises était devenue un sujet de préoccupation

L'endettement financier des entreprises non financières françaises atteignait 2 207 milliards d'euros fin 2019 (1 536 milliards en crédit dont 1 090 milliards prêtés par des banques résidentes et 671 milliards en titres, cf. graphique 2.1) et représentait 173 % de la valeur ajoutée des SNF. Cet endettement est sur une tendance croissante depuis le milieu des années 2000 et, alors que le ratio dette / valeur ajoutée des SNF françaises était en début de période légèrement inférieur au ratio moyen dans la zone euro, il est désormais d'environ 40 points au-dessus de la moyenne de la zone euro (cf. graphique 2.2).

Graphique 2.1 : Endettement des sociétés non financières (SNF)

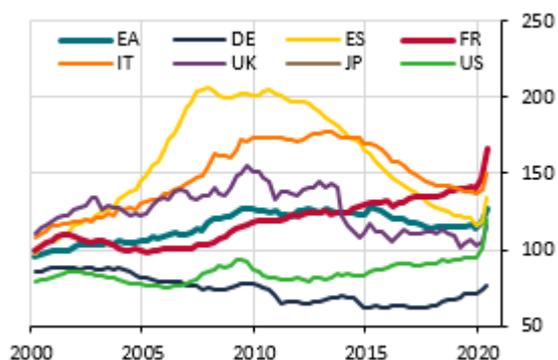
X : / y : axe temporel / milliards d'euros



Source : Banque de France (statistiques monétaires).

Graphique 2.2 : Endettement des sociétés non financières rapporté à la valeur ajoutée

x : / y : axe temporel / pourcentage



Source : Eurostat (comptes trimestriels).

Note : L'endettement financier (crédits et titres de dette) des SNF est rapporté au cumul de leur valeur ajoutée sur les 4 derniers trimestres.

Sur longue période et même si les comparaisons internationales doivent être considérées avec prudence (cf. encadré 2.1), cette tendance à la hausse contraste avec les dynamiques observées chez nos principaux partenaires européens. Les SNF françaises ne se sont pas désendettées à l'occasion de la crise financière (2007-2008) ni lors de la crise de la zone euro (2011-2012), contrairement à certaines de leurs homologues qui ont connu une phase de désendettement (parfois contrainte par un rationnement du crédit).

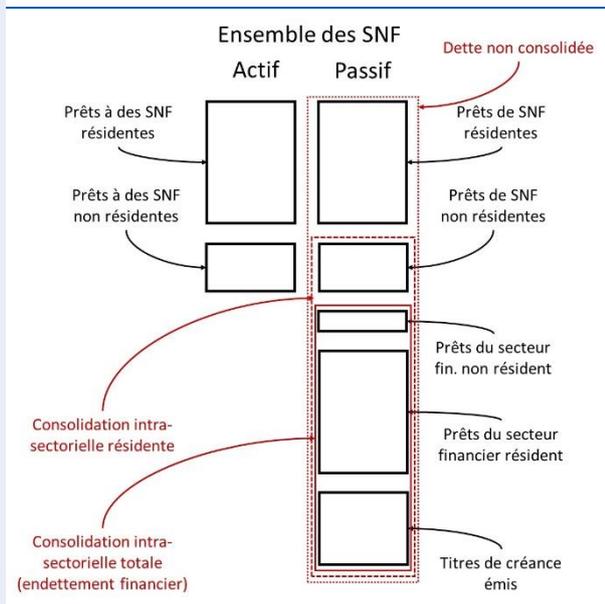
Le niveau et, plus encore, la dynamique de l'endettement des SNF françaises sont ainsi devenus un sujet de préoccupation du point de vue de la stabilité financière.

Encadré 2.1 : Endettement financier des sociétés non financières – comparaisons internationales

La comparaison internationale de l'endettement macroéconomique des sociétés non financières (SNF) représente un exercice délicat. Sur le plan des concepts, le périmètre retenu pour la dette peut aller d'un concept étroit (les seuls crédits bancaires) à un concept très large (le total du passif des sociétés non financières hors actions). De manière pratique, les données mobilisées sont issues des comptes nationaux financiers et généralement élaborées sur une base sociale (entité par entité). Ainsi, contrairement aux indicateurs publiés dans les rapports annuels des groupes, elles ne sont, en général, pas consolidées. Ces différences de conventions comme de méthodes, conduisent à des résultats très variés³⁴. **Afin d'éviter les double-comptages au sein d'un même groupe, seule la dette consolidée a un sens.**

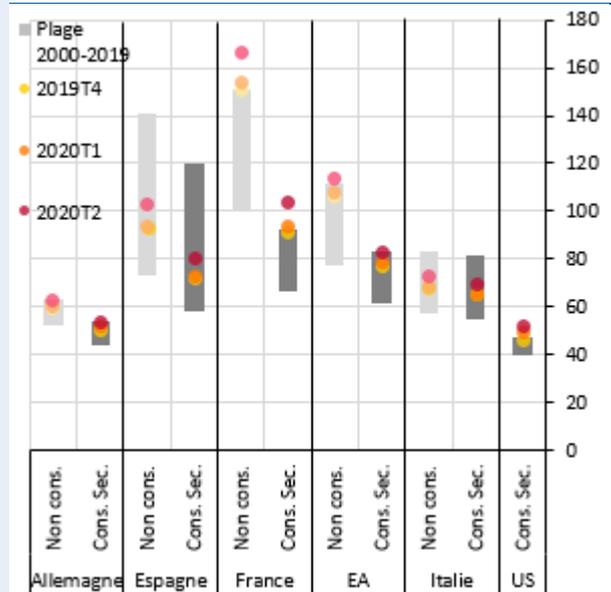
En matière de périmètre, les statistiques d'endettement présentées considèrent usuellement deux instruments financiers définis par les manuels des comptes nationaux : les prêts (AF4) pour tous les secteurs institutionnels et les titres de créance (AF3)³⁵.

Graphique 2.3 : Périmètres de consolidation



Graphique 2.4 : Dettes des SNF consolidées et non consolidées rapportées à la valeur ajoutée

x : pays / y : endettement (en pts de VA)



Source : Banque de France à partir des comptes nationaux et des comptes financiers.

Note : EA pour Eurozone, ITRA pour Italie, USA pour États-unis
Non cons. pour non consolidé, Cons. Sec. Pour consolidé sectoriel
La mesure consolidée est en gras, la mesure non consolidée est en pastel

Le choix d'une dette non consolidée présente l'inconvénient majeur de ne pas refléter l'exposition financière réelle du secteur des SNF (cf. graphique 2.3) et de dépendre des modalités d'organisation au sein des groupes qui peuvent varier largement d'un pays à l'autre, en fonction du cadre institutionnel et sans avoir aucune incidence économique ou financière. Ainsi, la mesure de dette non consolidée est différente suivant

³⁴ Parmi les institutions qui produisent des indicateurs de dette des entreprises, l'OCDE retient le total du passif (hors actions). La Banque des règlements internationaux (BRI) et le FMI présentent le total du passif sous forme de crédits et de titres de créance. La Commission européenne utilise, dans le cadre de la procédure de surveillance des déséquilibres macroéconomiques (*Macro Imbalance Procedure* ou MIP) une dette consolidée sectoriellement. Enfin, la Banque de France publie une dette qui s'approche le plus d'une consolidation de groupe.

³⁵ Les crédits commerciaux (créances clients et délais fournisseurs, AF8) ne sont pas intégrés pour deux raisons. D'une part, leurs montants sont connus avec retard. D'autre part, ces opérations figurent généralement à la fois à l'actif et au passif des entreprises pour des montants quasi équivalents. Les produits dérivés (AF7) sont généralement marginaux et peuvent soulever des questions de valorisation. Enfin, la prise en compte des provisions techniques (AF6) est peu pertinente pour des économies dans lesquelles les entreprises n'assurent plus elles-mêmes les pensions de leurs salariés.

qu'une filiale se finance directement auprès d'une banque ou qu'elle se finance auprès de sa société mère qui elle-même souscrit un crédit bancaire à cette fin. Dans ce second cas, le montant du crédit est compté deux fois (une fois pour la société mère et une fois pour la société fille) alors que ce double comptage n'est pas pertinent économiquement et serait neutralisé si la société mère choisissait d'intégrer sa filiale.

Comme la comptabilité nationale distingue les secteurs résident et non résident (reste du monde), deux degrés de consolidation peuvent être envisagés. Une première approche consiste en une consolidation intragroupe résident (dite consolidation sectorielle). Dans un second temps, la consolidation intragroupe peut être étendue pour prendre en compte les crédits effectués par les SNF résidentes auprès de SNF non résidentes appartenant à un même groupe en réalisant une exclusion de ces opérations spécifiques avec le reste du monde (prêts entre affiliés ou prêts *cross-border*). Dans ce dernier cas, on obtient une consolidation intrasectorielle totale équivalente à la consolidation de groupe en comptabilité d'entreprise.

L'effet de la consolidation peut varier entre les pays. Il est le plus élevé pour la France (– 62 de points de PIB au premier trimestre 2020, cf. graphique 2.4). En Italie, il atteint 3 points de PIB. Les États-Unis ne donnent pas de mesure non consolidée donc l'effet ne peut pas être mesuré pour ce pays. La position relative en sort modifiée et la France qui a la dette brute non consolidée la plus élevée se rapproche des autres pays de la zone euro et passe sous les États-Unis et le Japon.

L'ampleur de la consolidation dépend d'une part de l'organisation du tissu industriel du pays : une plus forte présence de groupes avec de nombreuses filiales (comme en France) a tendance à accroître la différence entre les mesures non consolidées et consolidées. D'autre part, elle tient aussi pour beaucoup aux sources utilisées et au traitement statistique des *holdings* par les comptables nationaux. **Au total, un indicateur de dette consolidé sectoriellement reflète mieux l'exposition financière réelle des SNF et rend la comparaison entre pays plus fiable en éliminant les biais de mesure.**

Des évolutions différenciées et des situations hétérogènes

Au-delà de la dynamique macroéconomique, il convient toutefois de souligner des tendances différenciées.

La progression de l'endettement (crédit et titres) des entreprises de taille intermédiaire (ETI) et des grandes entreprises (GE) a été plus rapide que celle des encours des crédits aux petites et moyennes entreprises (PME) jusqu'en 2017 (5,8 % en glissement annuel moyen pour les ETI et les GE, contre 2,4 % pour les PME entre fin 2013 et fin 2017). En revanche, en 2018-2019, les progressions ont été comparables pour ces deux populations (5,1 % et 4,8 % respectivement, cf. graphique 2.5).

Au cours des dix dernières années, la progression des encours de crédit aux PME a été systématiquement plus modérée que celle de leurs fonds propres, de sorte que leur structure financière s'est plutôt renforcée avec une augmentation de 4 points de pourcentage de la part des fonds propres dans l'ensemble de leurs ressources qui atteignait 38 % en 2019³⁶. En revanche, la part moyenne des fonds propres au passif des ETI est restée relativement stable et représente 31 % en 2019, tandis que celle des GE, après avoir augmenté jusqu'en 2013, s'érode plutôt ces dernières années et atteint 28 % en 2019³⁷ (cf. graphique 2.6).

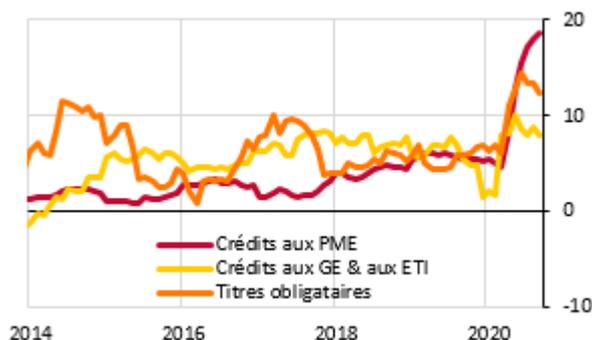
Par ailleurs, au-delà de ces évolutions moyennes, on note une forte hétérogénéité, qui s'est plutôt accrue au cours des dernières années. Les 25 % des PME (respectivement, ETI et GE) les mieux capitalisées présentent un ratio de fonds propres dans le total de leur bilan supérieur à 67 % (53 % et 44 %) tandis que les 25 % les moins capitalisées présentent un ratio inférieur à 30 % (23 % et 20 %).

³⁶ Banque de France (statistiques d'entreprises)

³⁷ Pour une analyse détaillée de l'évolution de la situation financière des entreprises, voir également: Gaignon (M.) (2020), « [Les PME ont abordé la crise de la Covid-19 avec une structure financière renforcée](#) », *Bulletin de la Banque de France*, n° 232/1, novembre-décembre et Bureau (B.) et Py (L.) (2021), « [Quelle est la situation des entreprises non financières à la veille de la crise sanitaire ?](#) », *Bulletin de la Banque de France* (à paraître).

Graphique 2.5 : Taux de croissance de l'endettement (glissement annuel) par taille d'entreprises

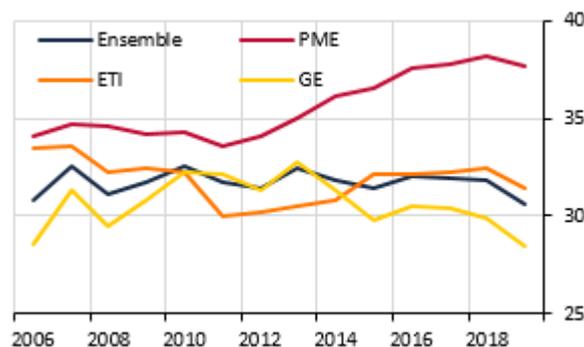
X : axe temporel / y : pourcentage



Source : Banque de France (statistiques d'entreprises et statistiques monétaires).

Graphique 2.6 : Part des capitaux propres dans le total des ressources par taille d'entreprises

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Banque de France (statistiques d'entreprises).

Si la dynamique est différente, la situation des entreprises françaises n'apparaît cependant pas plus inquiétante que celle de leurs homologues étrangères (compte tenu, notamment, de points de départ différents). À titre d'illustration, la comparaison des entreprises cotées françaises avec les entreprises cotées des économies avancées suggère des niveaux d'endettement (part de la dette dans le total du bilan) en ligne avec les standards de leur secteur (en revanche, dans certains secteurs, le ratio dette/revenu est tiré par quelques entreprises et peut apparaître élevé)³⁸.

Le besoin de maîtriser la dynamique d'endettement de quelques entreprises plus fragiles

Une plus grande prudence dans la gestion de la trésorerie ou le caractère davantage multinational des entreprises françaises expliquent au plus la moitié de l'augmentation de l'endettement brut des entreprises

La dynamique de l'endettement financier (brut) observée ces dernières années (+ 510 milliards d'euros entre fin 2013 et fin 2019) provient en partie d'une plus grande prudence de la part des entreprises dans la gestion de leur trésorerie. La détention d'actifs de trésorerie des SNF a augmenté de 189 milliards d'euros sur la même période (+ 5,0%/an en moyenne, cf. graphique 2.7).

La trésorerie rapportée à la valeur ajoutée a ainsi augmenté de 7,0 points³⁹. Dans ces conditions, la dette financière nette des SNF rapportée à la valeur ajoutée n'augmente que de 8,2 points (contre une augmentation de 15,2 points pour la dette financière brute, cf. graphique 2.8).

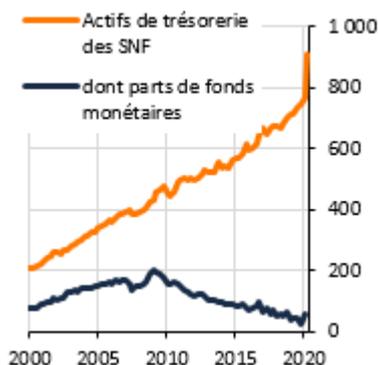
Le caractère plus souvent multinational des entreprises françaises (en particulier les GE) est également avancé pour comprendre le niveau plus élevé de l'endettement brut global des SNF françaises. Ce facteur joue très probablement un rôle en niveau mais ne semble pas avoir notoirement influencé la dynamique de l'endettement sur les dernières années. Les prêts intragroupe des SNF françaises à des SNF non résidentes, prêts intragroupe sortants, ont augmenté de 101 milliards d'euros entre fin 2013 et fin 2019 tandis que les financements intragroupe reçus de l'étranger, prêts intragroupes entrants, augmentaient de 61 milliards d'euros, soit une variation nette des financements intragroupe de 40 milliards d'euros (moins de 10 % de l'augmentation de l'endettement financier brut).

³⁸ *Corporate debt in France*, in [France: Selected issues](#), FMI, Country Report n° 18/244 (2018) et [France Financial Sector Assessment Program Technical Note Nonfinancial Corporations](#), FMI, Country Report n° 19/321 (2019).

³⁹ On notera par ailleurs que, parallèlement, les SNF ont changé la composition de cette trésorerie en privilégiant les dépôts bancaires (diminution de l'encours de fonds monétaires de 146 milliards d'euros entre fin 2009 et fin 2019 pour atteindre 42 milliards pour une augmentation des dépôts bancaires de 414 milliards sur la même période, la part des fonds monétaires dans les actifs de trésorerie passant de 39,5 % à 5,7 %). Sur ce point, voir également les [chapitre 1](#) et [chapitre 3](#).

Graphique 2.7: Trésorerie disponible (dépôts et détention de fonds monétaires) des SNF

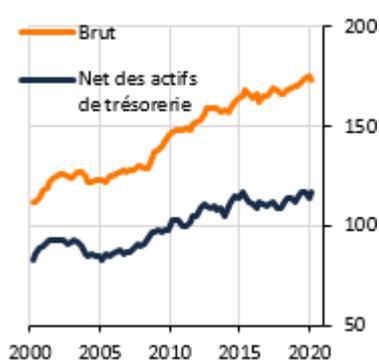
x : axe temporel / y : milliards d'euros



Source : Banque de France (comptes financiers trimestriels).

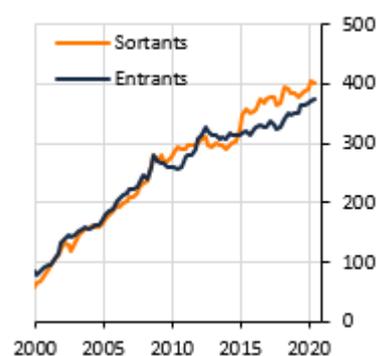
Graphique 2.8 : Endettement brut des SNF et endettement net des disponibilités rapportés à la valeur ajoutée des SNF

x : axe temporel / y : pourcentage

Source : Banque de France (comptes financiers trim.) et Insee (comptes nationaux trim.)
Note : La valeur ajoutée des entreprises est calculée en cumul sur les 4 derniers trimestres.

Graphique 2.9 : Prêts intragroupe entrants et sortants

x : axe temporel / y : milliards d'euros



Source : Banque de France (comptes financiers trimestriels).

Une hétérogénéité croissante et l'apparition d'une population d'entreprises potentiellement « à risque »

In fine, sur la période plus récente, certaines entreprises (plus particulièrement parmi les ETI et les GE) ont profité du contexte de taux bas pour optimiser leur coût de financement, parfois en modifiant leur structure de financement et en recourant davantage à l'endettement⁴⁰.

Ainsi, au-delà d'une tendance générale à l'accélération de l'endettement (brut et net), l'hétérogénéité a plutôt eu tendance à s'accroître ces dernières années.

Dans ces conditions, le risque de voir se développer une population d'entreprises financièrement plus fragiles (endettement rapporté aux fonds propres élevé et part des revenus consacrés aux frais financiers élevée)⁴¹ avait conduit le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) à instaurer en mai 2018 une mesure visant à limiter les conséquences pour le secteur bancaire français d'un possible incident concernant l'une ou l'autre de ces entreprises, et de découpler la santé des institutions financières de celles des entreprises non financières⁴², d'autant qu'un défaut parmi cette population d'entreprises peut avoir des conséquences macroéconomiques sévères⁴³.

Afin de protéger le cœur du système financier des conséquences d'un défaut systémique, une limite à la concentration des expositions avait été préalablement (en 2013) introduite pour les entreprises de l'Union européenne : ces dernières ne peuvent pas être exposées à hauteur de plus du quart de leurs fonds propres envers une seule contrepartie⁴⁴.

⁴⁰ Charasson-Jasson (H.) (2019), « [Le recours croissant des grands groupes français à l'endettement : une stratégie de financement qui montre ses limites](#) », *Bulletin de la Banque de France* n° 226/4, novembre-décembre.

⁴¹ Couaillier (C.), Henricot (D.), Idier (J.) (2020), « [Les grandes entreprises très endettées : un risque systémique ?](#) », *Bloc-notes Éco* de la Banque de France, billet n° 147.

⁴² Cette mesure venait en complément des relèvements du taux du coussin contracyclique décidés en juin 2018 et mars 2019 qui visaient à renforcer la résilience du financement bancaire de manière transversale.

⁴³ Mouabbi (S.) (2020), « [Défaut d'une entreprise systémique : quels effets pour l'économie ?](#) », *Bloc-notes Éco* de la Banque de France, billet n°155.

⁴⁴ Voir article 395 du règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013.

La dynamique d'endettement vigoureuse des entreprises françaises, notamment des plus grandes entreprises, et la concentration de son système bancaire⁴⁵ ont amené le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) à resserrer cette limite en 2018 : la limite d'exposition d'une banque systémique française envers une entreprise dite « à risque »⁴⁶ a été abaissée à 5 % des fonds propres⁴⁷.

Le montant de dette concerné par cette mesure est resté stable autour de 200 milliards d'euros sur la dernière décennie. En revanche, la dérive progressive des leviers des grandes entreprises a rendu le montant de dette à risque plus sensible à un choc de revenu ou de taux⁴⁸.

La crise sanitaire ravive le débat sur les entreprises les plus endettées, le risque qu'elles génèrent pour la stabilité financière et les engagements des États à leur égard. En France, la garantie publique a été accordée à quelques très grandes entreprises⁴⁹ dans le cadre du déploiement des prêts garantis par l'État. Du côté bancaire, la hausse importante des encours de crédit bancaire depuis le début de la crise a renforcé le rôle de la mesure du HCSF, incitant à une plus grande diversification des prêteurs des très grandes entreprises⁵⁰.

2.2 Le choc d'activité et de trésorerie lié à la première vague de l'épidémie de Covid-19 surmonté grâce à un surcroît d'endettement important

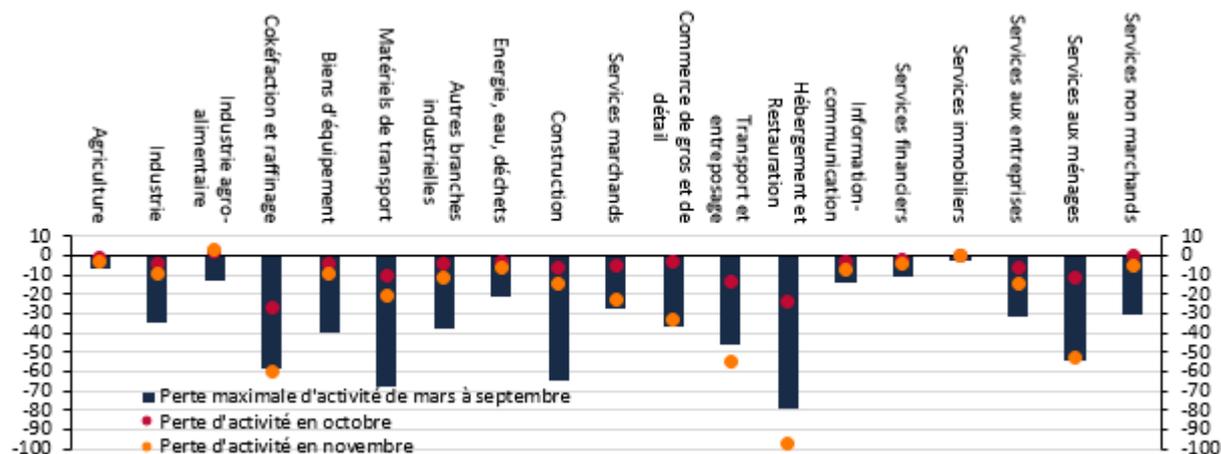
Un choc brutal, très différencié sectoriellement

La baisse d'activité s'est initialement traduite par un choc de trésorerie

L'activité s'est brutalement contractée au printemps dans le contexte de la crise sanitaire mondiale et des mesures nécessaires à son endiguement.

Graphique 2.10 : Baisse d'activité par secteur dans le contexte de la crise sanitaire

x : secteurs / y : choc en pourcentage par rapport à l'année 2019



Source : Banque de France (estimation à partir des enquêtes mensuelles de conjoncture).

Note : Baisse d'activité sur une période de deux semaines en comparaison avec la même période en 2019 ; le choc maximal correspond au choc observé à fin mars/début avril.

⁴⁵ Le système bancaire français se caractérise notamment par la présence de quatre banques internationales désignées comme systémiques au niveau mondial par le Conseil de stabilité financière, soit la moitié du total de la zone euro. Les six plus grands groupes français représentaient par ailleurs 81 % des 8 671 milliards d'euros d'actifs du système bancaire français en 2019 – « [Les chiffres du marché français de la banque et de l'assurance 2019](#) », ACPR.

⁴⁶ Deux critères sont retenus pour qualifier une entreprise « à risque » : un taux d'endettement net supérieur à 100 %, et un ratio de couverture des frais financiers inférieur à trois. Ces critères permettent de capturer à la fois la probabilité de défaut et la perte en cas de défaut d'une entreprise.

⁴⁷ [Décision n° D-HCSF-2 du 11 mai 2018 relative aux grands risques des institutions systémiques](#)

⁴⁸ Voir [Charasson-Jasson \(2019\)](#) et [Couaillier Henricot et Idier \(2020\)](#).

⁴⁹ [5 milliards d'euros pour Renault, 4 milliards d'euros pour Air France.](#)

⁵⁰ La mesure du HCSF limitant les expositions des banques envers une contrepartie « à risque » a été prorogée pour un an par la [décision n° D-HCSF-2020-3 du 30 juin 2020](#).

La moindre demande de biens et de services comme les perturbations de la production et des chaînes logistiques ont été à l'origine d'une forte baisse du chiffre d'affaires de nombreuses entreprises (cf. graphique 2.10).

La baisse d'activité a mis sous tension les trésoreries des entreprises. Le confinement dur intervenu au printemps a représenté, un choc de trésorerie de l'ordre de trois semaines de chiffre d'affaires pour 62 % des entreprises^{51,52}, soit environ 160 milliards d'euros (cf. tableau 2.1 et graphique 2.11).

Face au choc, les entreprises ont cherché à s'assurer que les engagements donnant lieu à des *cash flows* entrants attendus (e.g. créances clients en attente de règlement) soient bien honorés et à minimiser les *cash flows* sortants qui peuvent être ajustés (e.g. retard de règlement des crédits fournisseurs, report ou annulation de projets d'investissement, report des versements de dividendes⁵³, etc.).

Dans ce dernier cas (minimisation des *cash flows* sortants), les décisions des entreprises peuvent avoir eu des répercussions en chaîne microéconomiques⁵⁴ mais aussi, potentiellement, macroéconomiques⁵⁵.

Tableau 2.1 : Variation de trésorerie suite au choc, avant et après mesures de soutien

En milliard d'euros	Baisse de trésorerie, après mesures de soutien		Trésorerie rétablie grâce aux mesures de soutien		Pas de baisse de trésorerie Non recours aux mesures	
	Choc initial (S1)	Après soutien (S2)	(S1)	(S2)	(S1)	(S2)
Variation de trésorerie à l'actif, dont	-142	-110	-14	15	127	127
CICE	-12	-12	4	4	9	9
Charges d'intérêts et IS (Impôt sur les Sociétés)	-16	-13	-5	-3	-18	-18
Dividende	-39	-39	-5	-5	56	56
Investissements	-50	-50	-14	-14	-49	-49
Nombre UL considéré	93 571		62 610		94 848	
% UL considérés	37%		25%		38%	

Source : Banque de France (données d'entreprises FIBEN), estimation Banque de France.

Notes : la simulation porte sur le premier semestre 2020 sur la population d'unités légales (UL) observée dans FIBEN ; les hypothèses sur les comportements d'ajustement des entreprises sont calibrées pour obtenir un impact agrégé proche de l'impact macroéconomique : le versement des dividendes est réduit ; la baisse de l'investissement est proportionnelle au choc sur la valeur ajoutée. CICE : crédit d'impôt pour la compétitivité et pour l'emploi

Ce choc a été amorti par les dispositifs de soutien publics et le recours à l'endettement

Pour limiter ces effets défavorables et les tensions de trésorerie, les pouvoirs publics ont mis en place des dispositifs de compensation des pertes permettant de flexibiliser les charges (e.g. chômage partiel), de compenser directement une partie des pertes ainsi que des dispositifs de trésorerie visant à limiter les *cash flows* sortants (report d'échéance sur les prélèvements fiscaux et sociaux) ou encore à accélérer les *cash flows* entrants (versement anticipé de crédits d'impôt). Au cours du premier semestre, les finances publiques ont permis de

⁵¹ Sous une hypothèse d'ajustement des comportements des entreprises (cf. *infra*) relativement simple mais réaliste : annulation ou report du versement des dividendes, réduction des dépenses d'investissement en ligne avec la réduction observée au niveau macroéconomique.

⁵² Pour 38 % des entreprises, la baisse d'activité associée au confinement a plutôt eu un effet positif sur la trésorerie. Il s'agit notamment d'entreprises qui, structurellement, ont des créances sur leurs clients plus importantes que leurs crédits fournisseurs : en net, le dénouement des crédits interentreprises se réalise en leur faveur et leur trésorerie augmente. Pour ces entreprises, l'enjeu se situe au moment de la reprise de l'activité puisque leur besoin de fonds de roulement réaugmentera fortement.

⁵³ La suspension du dividende vers les actionnaires peut permettre de maintenir dans l'entreprise des ressources liées au résultat antérieur. Pour les groupes d'entreprises au sein desquels il existe un marché des capitaux interne (i.e. une circulation habituellement fluide des résultats et une gestion centralisée de la trésorerie), les versements de dividendes intragroupe peuvent au contraire aider à absorber le choc.

⁵⁴ Le gain de trésorerie associé à un retard dans le règlement d'un crédit fournisseur se traduit immédiatement par un déficit de trésorerie du point de vue du fournisseur qui comptait sur le règlement de la créance client correspondante.

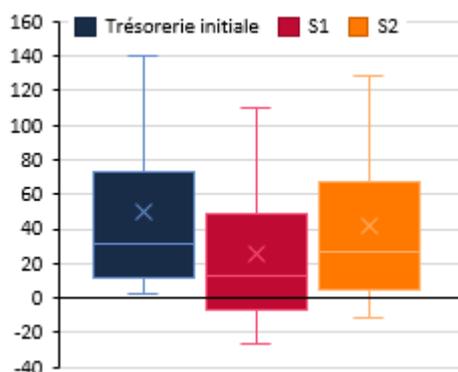
⁵⁵ Cet impact tient au fait que les consommations intermédiaires et l'investissement des entreprises correspondent à l'activité d'autres entreprises : les ajustements individuels visant à limiter les *cash flows* sortants suite à une baisse d'activité se transmettent en amont de la chaîne de production.

réduire d'environ 85 milliards d'euros le besoin de financement induit par ce choc (environ pour moitié des mesures de compensation des pertes et pour une autre moitié, des mesures de trésorerie, cf. encadré 2.3)⁵⁶.

Ces mesures ont été efficaces : elles ont permis à plus des deux tiers des entreprises ayant subi un choc de trésorerie négatif à l'occasion du confinement (soit 25 % des entreprises au total) de maintenir leur trésorerie à un niveau opérationnel. Les 37 % d'entreprises pour lesquelles les dispositifs publics n'ont pas permis de compenser complètement le choc ont exprimé un besoin de financement de l'ordre de 110 milliards d'euros et ont eu donc recours à l'endettement pour honorer leurs engagements⁵⁷. Lorsqu'elles en disposaient, elles ont tiré sur leurs lignes de crédit confirmées. Au-delà, elles ont contracté de nouveaux crédits et/ou ont émis de nouveaux titres de dette sur le marché obligataire dès qu'il s'est rouvert comme, un peu plus tardivement et dans une moindre mesure, sur le marché des *commercial papers* (cf. chapitre sur la possible déconnexion des marchés à l'économie réelle).

Graphique 2.11 : Estimation du choc de trésorerie et impact des mesures de soutien publiques

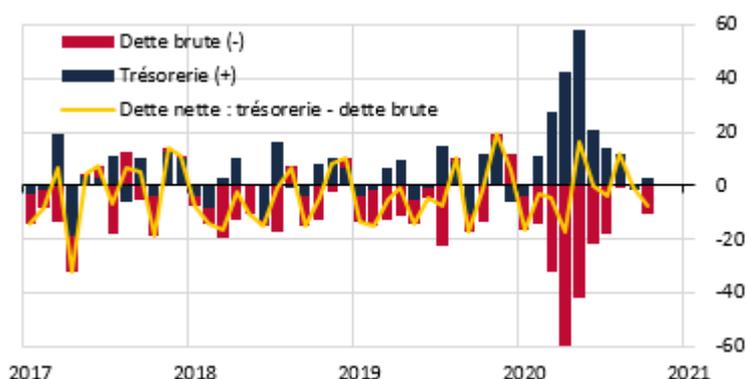
x : scénarios / y : trésorerie en nombre de jours de chiffre d'affaire



Source : Banque de France (données d'entreprises FIBEN), estimation Banque de France.

Graphique 2.12 : Variation mensuelle de l'endettement (brut) et de la trésorerie des SNF

x : axe temporel / y : milliards d'euros



Source : Banque de France (statistiques monétaires).

L'augmentation de l'endettement brut (156 milliards d'euros entre mars et juin, 175 milliards à fin septembre et 185 milliards à fin octobre, cf. graphique 2.12) a néanmoins été plus importante que le besoin de financement résultant du choc de trésorerie (de l'ordre de 110 milliards d'euros à fin juin).

En plus du choc de trésorerie lié à la baisse de l'activité, la demande de financement a aussi résulté du contexte de très forte incertitude : par précaution, certaines entreprises se sont endettées pour augmenter leur niveau de trésorerie disponible. Pour ces entreprises, l'augmentation de l'endettement a donné lieu à une hausse équivalente de la trésorerie qui, à ce stade, n'a pas été consommée (leur endettement net est donc resté inchangé).

Cet endettement de précaution, qui pourrait donc représenter de l'ordre de 60 milliards d'euros, mérite d'être identifié en tant que tel : la réduction de l'incertitude (par exemple, sur la disponibilité d'un vaccin efficace et l'horizon d'une campagne de vaccination d'ampleur) devrait conduire les entreprises à réduire ce surcroît de trésorerie et, parallèlement, à se désendetter pour un montant équivalent.

Les prêts garantis par l'État (PGE) et la politique monétaire très accommodante de l'Eurosystème ont permis d'assurer que, quel que soit son motif, ce besoin de nouveaux financements soit satisfait sans difficulté. Au total, à en juger par l'évolution finalement contenue des délais de paiement comme par le nombre assez réduit à ce stade des défaillances d'entreprises, le choc de trésorerie immédiat a globalement été absorbé : pour la très

⁵⁶ Parallèlement, des aménagements de loyers ont été consentis par les propriétaires tandis que les crédits ont pu faire l'objet de moratoires (pour environ 20 milliards d'euros de remboursements différés).

⁵⁷ Ce surcroît d'endettement leur a permis de faire face à un *gap* de trésorerie d'environ 50 milliards d'euros et de rétablir leur trésorerie à un niveau opérationnel – l'endettement net de ces entreprises n'augmente donc que de 50 milliards d'euros sur la période.

grande majorité d'entre elles, les entreprises ont pu honorer les paiements auxquels elles étaient engagées permettant un dénouement sans encombre de l'ensemble des flux interentreprises tout en permettant que les entreprises disposent, à la reprise, d'une trésorerie permettant d'accompagner le rebond de l'activité.

Au-delà du choc de trésorerie, un choc de revenu dont les conséquences sur la situation financière des SNF seront plus durables

Si, à l'issue du confinement, le rebond d'activité avait été très prononcé, l'augmentation de l'endettement intervenu lors du confinement aurait pu être remboursé rapidement⁵⁸. Néanmoins c'est sans compter sur un choc de revenu qui, en empêchant le remboursement rapide du surcroît d'endettement, contribue à dégrader la situation financière des SNF (augmentation de l'endettement net, cf. encadré 2.2). Le choc de revenu peut être estimé à 97 milliards d'euros pour l'ensemble des SNF au cours du premier semestre. La moitié de ce choc de revenu a été compensé par les mesures de revenu (notamment, activité partielle, cf. encadré 2.3) de sorte que l'excédent brut d'exploitation de l'ensemble des SNF n'a diminué que de 49 milliards d'euros et leur besoin de financement a augmenté de seulement 40 milliards d'euros. L'évolution équivalente du passif et de l'actif financier des entreprises suggère que ce besoin de financement a plutôt été couvert par une augmentation de l'endettement non financier (par exemple, passifs fiscaux et sociaux⁵⁹).

Au total, l'augmentation potentielle de l'endettement (net, financier et non financier) des entreprises lié au choc du premier semestre serait donc compris entre 40 milliards d'euros (besoin de financement des SNF dans leur ensemble, correspondant à une augmentation de l'endettement total, financier et non financier, net) et 60 milliards d'euros (augmentation de l'endettement financier et non financier net des entreprises ayant subi un choc de trésorerie négatif⁶⁰), le rythme de la reprise d'activité déterminant le caractère plus ou moins pérenne de cette augmentation, son impact sur l'activité des entreprises et sur leur solvabilité.

La dimension internationale des chocs liés à la pandémie de Covid-19

Une autre dimension significative du choc pour les GE et les ETI françaises tient au caractère multinational d'une part importante d'entre elles. Pour ces firmes multinationales, le chiffre d'affaires réalisé à l'étranger représente 51 % du chiffre d'affaires consolidé total⁶¹. Cette présence directe à l'étranger est un complément voire une alternative à l'exportation mais, en plus de l'impact économique ressenti par toutes les entreprises ayant une activité à l'international (baisse d'activité simultanée et contraction de la demande au niveau mondial), elle a été également à l'origine d'un choc opérationnel et financier amplifié lorsque les dispositifs de soutien mis en place localement n'ont pas été suffisants et que le choc de liquidité puis le besoin de financement apparu dans les filiales étrangères est remonté jusqu'à la tête de groupe française⁶². Par ailleurs, si la vigueur de la reprise en Chine à la fin du premier semestre 2020 a constitué une bonne nouvelle pour les entreprises présentes sur ce marché, l'activité reste atone dans la plupart des économies. L'ampleur mondiale du choc pandémique et sa synchronicité impliquent que l'internationalisation n'a pas été un facteur de résilience avéré dans la crise actuelle.

⁵⁸ Le surcroît d'endettement lié au crédit interentreprise aurait été effacé avec le retour de l'activité à son niveau normal. Le surcroît d'endettement lié à la couverture de charges insuffisamment flexibles aurait nécessité un rebond au-delà de la tendance pour être complètement remboursé.

⁵⁹ Le besoin de financement pourrait également avoir été couvert par des augmentations de capital ou des cessions d'actifs mais aucune opération significative non prévue n'a été identifiée.

⁶⁰ Cette estimation, comme le reste des chiffres évoqués par la suite, extrapole le résultat de la simulation à l'ensemble des entreprises.

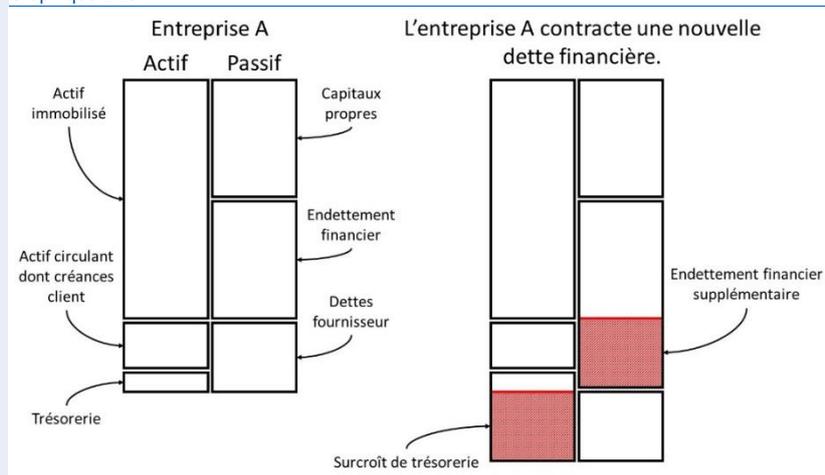
⁶¹ Dauré (N.) (2019), « [160 firmes multinationales françaises concentrent 83 % du chiffre d'affaires total à l'étranger](#) », Insee Focus n° 174.

⁶² Une autre dimension du choc de la Covid-19 liée à l'internationalisation des entreprises françaises, correspond à la situation inverse d'entreprises françaises sous contrôle étranger (voir « [Les entreprises de taille intermédiaire concentrent 45 % de l'emploi sous contrôle étranger en France](#) », Anne-Lise Duplessy, Insee Focus n° 167, 2019) pour lesquelles la situation de la tête de groupe étrangère peut avoir eu un impact sur le financement. Néanmoins, comme toutes les entreprises actives en France, ces filiales françaises ont eu accès aux dispositifs publics pour les aider à absorber les chocs de sorte que leur appartenance à un groupe étranger serait plutôt un facteur de second ordre dans le contexte de la crise sanitaire.

Encadré 2.2 : Endettement financier brut et endettement financier net des sociétés non financières

Différents phénomènes ont concouru à l'évolution remarquablement parallèle de l'endettement financier brut et des actifs de trésorerie des sociétés non financières (SNF) depuis le mois de mars (respectivement + 185 milliards d'euros et + 177 milliards d'euros à fin octobre). Dans un premier temps, cette évolution parallèle traduit une égalité comptable : au moment où une entreprise A contracte une nouvelle dette financière, le prêteur met à sa disposition un montant équivalent d'actifs de trésorerie (son compte est alimenté ou crédité des dépôts correspondants, cf. graphique 2.13).

Graphique 2.13



Par la suite, si elle utilise sa trésorerie pour régler sa dette fournisseur, celle-ci diminue et ses dépôts sont réduits du même montant. Pour l'entreprise A, tout se passe comme si un endettement financier s'était substitué à la dette vis-à-vis de son fournisseur (B). L'endettement total de A est inchangé mais l'endettement financier a augmenté et l'endettement financier net des actifs de trésorerie de A a également augmenté (cf. graphique 2.14). En revanche, du point de vue de B, l'actif total est inchangé mais une augmentation de ses actifs de trésorerie a remplacé sa créance sur A (cf. graphique 2.15).

Pour les entreprises dans leur ensemble, l'endettement financier et les actifs de trésorerie ont bien augmenté parallèlement (l'endettement net est stable) mais la situation financière de A s'est dégradée (augmentation de l'endettement financier net) tandis que celle de B s'est améliorée.

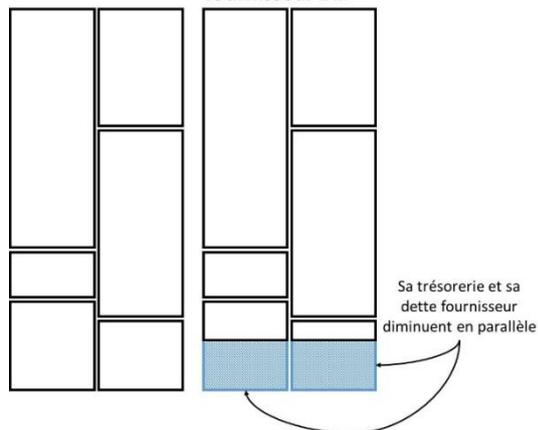
L'entreprise A peut également utiliser sa trésorerie pour régler des dépenses vis-à-vis d'autres secteurs institutionnels (e.g. verser des salaires à des ménages, payer des loyers, des intérêts, acquitter des impôts ou régler des cotisations sociales, etc.)⁶³. A enregistrera alors une perte et la diminution des dépôts à l'actif a pour contrepartie une baisse de la valeur financière nette de l'entreprise (i.e. une baisse de ses capitaux propres, cf. graphique 2.16).

Dans ce cas, la situation financière de A se dégrade et son endettement financier net augmente. La quasi-stabilité de l'endettement net observé depuis mars suggère que l'ensemble des mesures prises pour amortir le choc de la crise sanitaire a permis d'éviter une sortie nette de dépôts vers d'autres secteurs institutionnels (les *cash flows* entrants et sortants se sont équilibrés).

⁶³ Une partie des interventions publiques a précisément visé à limiter ces versements, soit en prenant en charge ces dépenses (e.g. chômage partiel) soit en encourageant des reports (reports de versements fiscaux et sociaux, moratoires sur les dettes financières, les loyers, etc.).

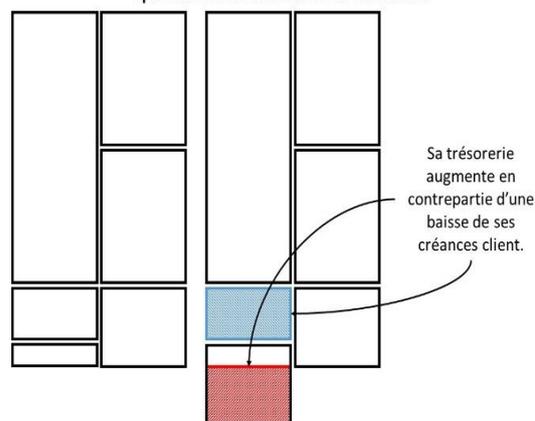
Graphique 2.14

L'entreprise A solde sa dette vis-à-vis de son fournisseur B...



Graphique 2.15

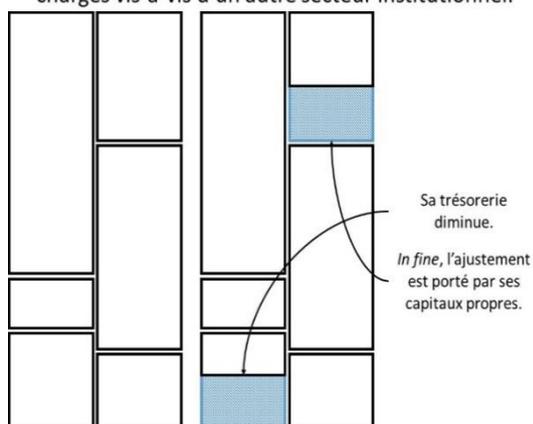
... et l'entreprise B reçoit le paiement de la créance qu'elle détient sur son client A



En pratique, l'équilibre des *cash flows* sortants et entrants a aussi été obtenu grâce à la mise en place de moratoires sur les prélèvements fiscaux et sociaux ou encore sur les dettes financières ou les loyers. Dans ce cas, la trésorerie a été préservée mais l'endettement (en particulier, non financier) a augmenté tandis que la valeur financière nette de l'entreprise diminuait (cf. graphique 2.17).

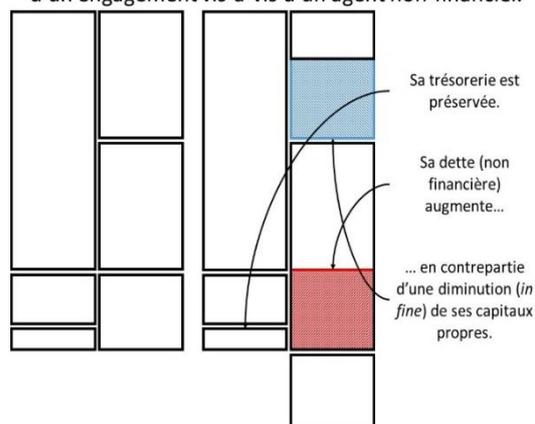
Graphique 2.16

L'entreprise A mobilise sa trésorerie pour payer des charges vis-à-vis d'un autre secteur institutionnel.



Graphique 2.17

L'entreprise A obtient un moratoire sur le paiement d'un engagement vis-à-vis d'un agent non-financier.



Au total, la quasi-stabilité de l'endettement financier net des entreprises considérées dans leur ensemble traduit :

- une augmentation de leur trésorerie financée par un endettement financier (comportement de précaution) – dans ce cas l'endettement net des entreprises est inchangé ;
- le dénouement des crédits interentreprises qui voit un endettement financier se substituer à un endettement non financier pour les entreprises antérieurement débitrices (en net) – l'endettement net des entreprises dans leur ensemble est inchangé mais l'hétérogénéité augmente ;
- des *cash flows* équilibrés vis-à-vis des autres secteurs institutionnels – avec un effet neutre sur la situation financière des entreprises dans leur ensemble hormis les moratoires qui contribuent à une augmentation de l'endettement net (en particulier non financier)⁶⁴.

⁶⁴ La trésorerie a également pu être renforcée par des cessions d'actifs à d'autres secteurs institutionnels. Si ce surcroît de trésorerie est conservé, la situation financière de l'entreprise est inchangée. S'il a été mobilisé pour couvrir certains cash flows, la situation financière s'est dégradée avec une baisse correspondante des fonds propres

Renforcer les fonds propres pour favoriser une reprise plus rapide

Une hétérogénéité forte et des situations de fragilité réelles

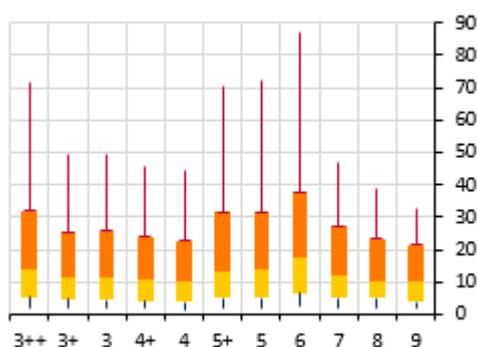
Davantage que l'augmentation (finalement limitée) de l'endettement net au niveau des entreprises dans leur ensemble, le risque résulte plutôt de la diversité croissante des situations entre entreprises. L'hétérogénéité préexistante des situations financières des entreprises (fonds propres, trésorerie)⁶⁵ se conjugue avec l'hétérogénéité (notamment sectorielle) du choc.

Si l'ampleur du choc subi est *a priori* restée largement indépendante de la situation initiale des entreprises (cf. graphique 2.18), une sous-population d'entreprises initialement performantes et saines porte désormais un surcroît d'endettement durable tandis que d'autres entreprises initialement plus fragiles n'en ont pas moins été durement déstabilisées.

Renforcer les fonds propres pour restaurer la capacité d'endettement des entreprises performantes

Graphique 2.18 : Augmentation de la dette brute liée au confinement en fonction de la situation financière des entreprises

x : cote de crédit attribué par la Banque de France en 2019 / y : augmentation de la dette brute nécessaire au rétablissement de la trésorerie à l'issue du premier semestre (exprimée en jours de chiffre d'affaires)

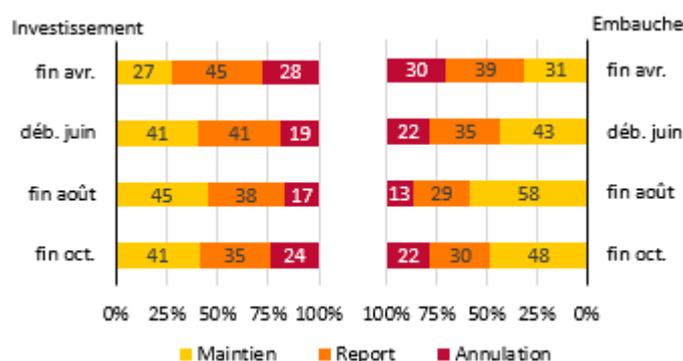


Sources : Banque de France (données d'entreprises FIBEN), estimation Banque de France.

Note : les entreprises considérées sont les entreprises qui, malgré les dispositifs de soutien, ne parviennent pas à rétablir leur trésorerie suite au choc.

Graphique 2.19 : Intentions des entreprises vis-à-vis des éventuels projets d'investissement et d'embauche

x : pourcentage des répondants / y : vague des enquêtes



Source : Bpifrance Le Lab/ Rexecode (enquêtes trimestrielles auprès des PME/TPE).

Dans le premier cas (entreprises initialement performantes et saines faisant face à un endettement important), on peut craindre que la persistance d'un endettement élevé contraigne à l'avenir le développement de l'entreprise. À l'heure actuelle, les projets d'investissement et les embauches ont été reportés compte tenu de l'incertitude élevée et de la nécessité de préserver les *cash flows* de l'entreprise (cf. graphique 2.19) et la reprise bénéficiera de la mise en œuvre de ces projets le plus tôt possible.

En revanche, si les entreprises sont trop lourdement endettées, les reports actuels risquent de donner lieu à des annulations, d'autant plus importantes que l'entreprise faisant face à un excès de dette (« *debt overhang* ») consacra en priorité ses ressources au remboursement de sa dette⁶⁶. Une telle dynamique prend une dimension macroéconomique lorsque le ralentissement de l'investissement vient réduire l'activité des fournisseurs, etc.

⁶⁵ Bureau (B.) et Py (L.) (2021), « Quelle est la situation des entreprises non financières à la veille de la crise sanitaire ? », *Bulletin de la Banque de France* (à paraître).

⁶⁶ Sur ce sujet, voir notamment Kalemlı-Ozcan (S.), Laeven (L.) et Moreno (D.) (2019), « *Debt Overhang, Rollover Risk, and Corporate Investment: Evidence from the European Crisis* », *ECB Working Paper Series*, n° 2241 et Popov (A.), Barbiero (F.) et Wolski (M.) (2018), « *Debt overhang and investment efficiency* », *ECB Working Paper Series*, n° 2213.

Dans ces conditions, il apparaît prioritaire, pour assurer une reprise durable de l'investissement, de rééquilibrer le ratio dette / fonds propres des bilans. Compte tenu du surcroît de dette accumulé, on peut estimer un besoin de fonds propres de l'ordre de 50 milliards d'euros pour rétablir des ratios prudents pour les entreprises présentant, avant la crise, une situation saine⁶⁷.

Une partie de ce besoin devrait être couverte de manière habituelle. Les entreprises cotées peuvent procéder à une augmentation de capital sur les marchés. L'éventuelle recapitalisation des filiales françaises de groupes étrangers concerne au premier chef leur tête de groupe (lesquelles sont d'ailleurs souvent elles-mêmes des entreprises cotées). Enfin, les acteurs du capital investissement peuvent naturellement jouer un rôle dans le renforcement des fonds propres des entreprises dont ils sont déjà actionnaires.

En revanche, on peut estimer qu'il existe un besoin de l'ordre de 20 milliards d'euros qui concerne des ETI non cotées et des PME dont l'ouverture du capital n'est pas habituelle. Pour ces entreprises, le renforcement des fonds propres ou l'apport de quasi-fonds propres peuvent, tout en s'appuyant sur des acteurs privés à même d'effectuer une nécessaire sélection des investissements et un accompagnement dans la durée, être soutenus par des moyens publics.

C'est à cet objectif que répondent les dispositifs comme le label « Relance » qui est destiné à mobiliser 10 à 20 milliards d'euros investis en partie en fonds propres et quasi fonds-propres d'entreprises françaises (entreprises cotées et ETI/PME non cotées) ou encore les prêts participatifs soutenus par l'État qui visent à apporter 10 à 20 milliards d'euros de quasi-fonds propres à des ETI ou PME non cotées (voir également l'encadré 2.3).

Dans tous les cas, l'apport de fonds propres doit contribuer au désendettement (partiel) de l'entreprise ou lui permettre de mener à bien de nouveaux projets d'investissements qu'elle n'aurait pas pu financer en dette sans risquer de déséquilibrer davantage son bilan.

À ce titre, il convient de souligner l'importance de la sélectivité de cet apport. Son efficacité macroéconomique repose crucialement sur le fait de cibler des entreprises saines qui disposent de réelles perspectives de développement.

A contrario, un apport de fonds propres semble peu efficace pour les entreprises qui étaient déjà fragilisées avant la crise ou celles dont la crise sanitaire affecte très durablement leurs perspectives. Pour ces entreprises, la solution consisterait plutôt en une restructuration rapide et ordonnée du passif voire, pour les plus compromises d'entre elles, une liquidation qui doit permettre à l'ensemble des parties prenantes de rebondir.

2.3 La deuxième vague et les mesures nécessaires à son endiguement représentent un choc moins important mais accentuent encore l'hétérogénéité

Le choc lié à la deuxième vague est moins profond mais il reste sévère dans certains secteurs

Une trésorerie jugée globalement satisfaisante même si une amélioration à court terme n'est pas attendue

Après la très forte dégradation observée au printemps, les entreprises jugeaient le niveau de leur trésorerie, au début du quatrième trimestre, pratiquement en ligne avec leur niveau habituel, même si la situation était encore dégradée dans les services marchands (cf. graphiques 2.20 et 2.21). La moitié des chefs d'entreprises jugeaient même leur trésorerie suffisante au regard de la crise, tandis que les difficultés apparaissaient surmontables pour

⁶⁷ Il s'agit de l'augmentation de fonds propres en substitution de la dette brute qui aurait été nécessaire pour maintenir le ratio dette / fonds propres antérieur de l'entreprise. L'augmentation est calculée uniquement pour les entreprises qui, antérieurement au choc, présentaient une situation financière saine. Cette sélectivité assure que les fonds propres sont apportés à une entreprise dont la viabilité est suffisamment assurée (ce qui semble être une condition importante de la pertinence d'un tel investissement).

36 % d'entre eux⁶⁸ (ce jugement tient pour partie à l'existence d'une trésorerie de précaution, cf. *supra*). En revanche, les entreprises semblent plus pessimistes pour l'avenir : les perspectives d'activité étaient de nouveau orientées à la baisse⁶⁹ et les entreprises anticipaient une dégradation de leur situation de trésorerie⁷⁰. Dans ces conditions, les entreprises semblent privilégier des stratégies financières « défensives » visant à réduire le niveau de leur endettement et/ou à renforcer encore leur niveau de trésorerie.

Les conséquences des mesures sanitaires prises à l'automne sont plus concentrées sur quelques secteurs

C'est dans ce contexte qu'est intervenu le second confinement. À la différence du confinement décidé à la mi-mars, celui-ci était moins inattendu tandis que, forte de l'expérience acquise au printemps, les entreprises ont pu immédiatement se réadapter aux contraintes pesant sur l'activité. Pour chaque secteur, la perte d'activité est ainsi systématiquement moins importante à l'occasion du confinement instauré début novembre que lors du confinement du printemps (cf. graphique 2.22) et la durée des mesures les plus strictes aura été moins longue.

En revanche, certains secteurs restent très fortement affectés avec des pertes de revenus encore très importantes. Dans leur cas, l'intervention publique prend actuellement la forme de mesures de revenu permettant de limiter les pertes plutôt que des mesures de trésorerie qui conduiraient à une augmentation de l'endettement qui, au regard des perspectives risquerait de ne pas être soutenable.

Graphique 2.20 : Situation de trésorerie par secteur

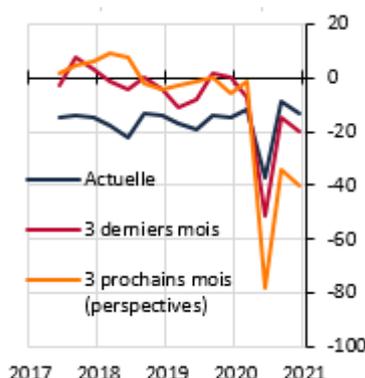
x : axe temporel / y : solde d'opinion



Source : Banque de France (enquête mensuelle de conjoncture).

Graphique 2.21 : Appréciation du niveau de la trésorerie, de son évolution récente et de ses perspectives

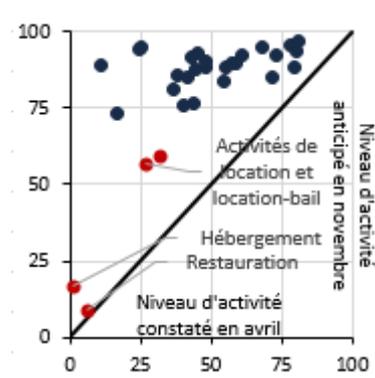
x : axe temporel / y : solde d'opinion



Sources : Bpifrance Le Lab/ Rexecode (enquêtes trimestrielles auprès des PME/TPE).

Graphique 2.22 : Comparaison des niveaux d'activité observé lors du premier confinement et attendu lors du second confinement

x : niveau d'activité constaté en avril (en pourcentage) / y : niveau d'activité prévu en novembre (idem)



Source : Banque de France (enquête mensuelle de conjoncture).

Note : Les niveaux d'activité correspondent à la moyenne des réponses au sein d'un secteur, en pourcentage du niveau jugé normal.

Au total, la deuxième vague de l'épidémie en France et en Europe vient peser sur la reprise et la situation financière des entreprises avec des différences sectorielles plus marquées. En revanche, compte tenu d'un niveau d'activité antérieur déjà réduit et d'une baisse moins drastique de l'activité, le choc de trésorerie a été moindre que lors du premier confinement tandis que le niveau relativement élevé des trésoreries en a facilité l'absorption.

Le rythme de la reprise d'activité sera déterminant pour l'évolution du risque de défaut

À ce stade, la crise sanitaire a été à l'origine de la fragilisation d'une partie importante de la population des SNF françaises qui ont surmonté le choc de trésorerie du printemps au prix d'un endettement supplémentaire avant

⁶⁸ Enquête Trésorerie, Investissement et Croissance des PME ([Baromètre trimestriel Bpifrance Le lab – Rexecode](#), novembre 2020).

⁶⁹ [Point de conjoncture à début décembre](#), Banque de France, 14 décembre 2020

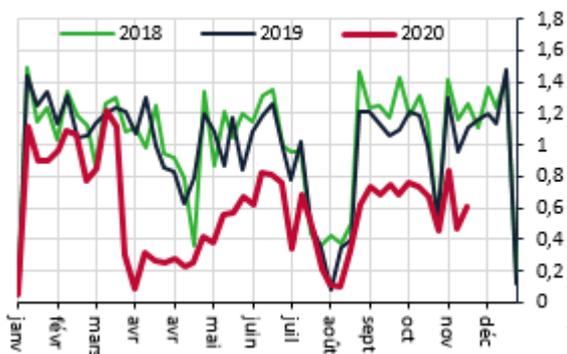
⁷⁰ Baromètre trimestriel Bpifrance Le lab – Rexecode, novembre 2020 (op. cit.).

même d'avoir à faire face à un ralentissement de l'activité plus classique (*i.e.* présentant les caractéristiques d'une récession). Cette fragilisation est intervenue dans un contexte où l'apparition de poches de risques était déjà une préoccupation du point de vue de la stabilité financière. Ainsi, le risque lié à l'endettement des entreprises est aujourd'hui à un niveau inédit.

Néanmoins, ce risque est inférieur à ce que suggère le niveau de l'endettement (financier) brut (dont une partie correspond à un comportement de précaution) si bien que l'augmentation de l'endettement (financier) net reste plus mesurée. La progression de dettes non financières en lien avec les reports de prélèvements fiscaux et sociaux doit néanmoins être également prise en compte. Le risque est par ailleurs contenu par des dispositifs de soutien publics massifs qui ont compensé une partie des pertes. *In fine*, une augmentation importante des défaillances a ainsi été évitée même si le nombre de défaillances évolue à la hausse au cours des derniers mois (cf. graphiques 2.23 et 2.24).

Graphique 2.23: Nombre de défaillances hebdomadaires

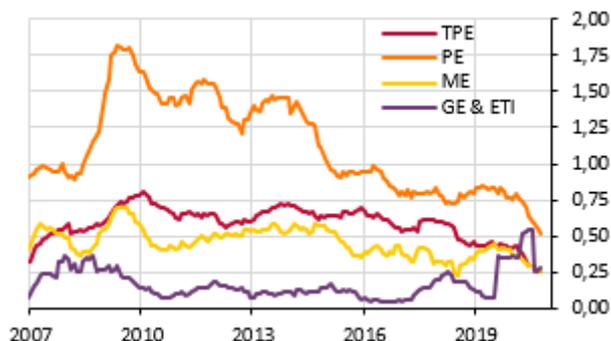
x : axe temporel / *y* : nombre de défaillances en milliers



Source : Banque de France (statistiques d'entreprises).

Graphique 2.24 : Poids économiques des défaillances par taille d'entreprises

x : axe temporel / *y* : poids des défaillances en termes des crédits mobilisés (cumul sur 12 mois) en pourcentage



Source : Banque de France (statistiques d'entreprises).

À l'avenir, l'évolution du risque de défaut reste cependant incertaine avec une bifurcation possible : une reprise assez rapide minimiserait les pertes et favoriserait un remboursement accéléré du surcroît de dette ; une activité durablement déprimée pourrait au contraire aggraver rapidement la situation sans que les dispositifs de soutien publics ne puissent contenir le risque. Dans ces conditions, l'efficacité de la réponse publique, en particulier leur nécessaire sélectivité, apparaît critique.

Encadré 2.3 : Les dispositifs de soutien aux entreprises mis en place dans le contexte de la crise sanitaire

La loi du 23 mars 2020 d'urgence pour faire face à l'épidémie de Covid-19 et la loi de finances rectificative promulguée le même jour ont mis en place des dispositifs de soutien afin de permettre aux entreprises de faire face aux conséquences économiques de la crise sanitaire et des mesures nécessaires à son endiguement. Par la suite, les dispositifs ont été ajustés et augmentés, compte tenu des évolutions de la situation sanitaire et de la prolongation de certaines mesures prises pour lutter contre la pandémie mais ayant un effet négatif sur l'activité des entreprises (par exemple, mesures de fermeture administrative).

Les mesures déjà mises en œuvre peuvent être regroupées en six grandes catégories, les mesures relevant de la septième catégorie (visant au renforcement des fonds propres des entreprises) devant plutôt être déployées en 2021.

1. Dispositif d'activité partielle

Dès le mois de mars, le dispositif d'activité partielle a été renforcé. En pratique, le salarié reçoit de son employeur une indemnité d'activité partielle, en lieu et place de son salaire tandis que l'employeur bénéficie d'une allocation forfaitaire versée par l'État, proportionnelle à la rémunération des salariés placés en chômage partiel, atteignant 84 % du salaire net (70 % du salaire brut). Cette indemnisation fait l'objet d'un plancher et d'un plafond (taux horaire minimum de 8,03 euros de l'heure et plafond de 4,5 Smic).

Au 1^{er} juin, la prise en charge est devenue partielle, elle est passée de 100 % à 85 % de l'indemnité versée par l'employeur au salarié. Les entreprises sont depuis cette date remboursées de 60 % du salaire brut au lieu des 70 %. Les entreprises de certains secteurs directement affectés par des mesures de fermeture administrative bénéficient du prolongement jusqu'au 31 décembre 2020 de la prise en charge à 100 % de l'activité partielle par l'État et l'Unédic.

Grâce à cette mesure, les entreprises, dont l'activité était arrêtée ou ralentie par les mesures de confinement, ont pu réduire leur masse salariale sans avoir à procéder à des licenciements tandis que leurs salariés étaient indemnisés tout en restant attachés à leur emploi et immédiatement disponibles pour reprendre leur activité dès lors que les conditions sanitaires le permettraient.

Avec un coût pour les finances publiques de 30 milliards d'euros, cette mesure a joué un rôle très significatif pour amortir le choc économique : elle est venue directement réduire les coûts salariaux associés aux mesures de restriction d'activité.

Le dispositif initial a été complété, à l'occasion du plan de relance, d'un dispositif d'activité partielle de longue durée (APLD) qui offre la possibilité à une entreprise confrontée à une réduction durable de son activité de diminuer la durée du travail de ses salariés, et de recevoir pour les heures non travaillées une allocation en contrepartie d'engagements, notamment en matière de maintien dans l'emploi. Son accès est conditionné à la signature d'un accord collectif.

2. Mesures de report d'échéances fiscales et sociales

Parallèlement, le recouvrement des impôts directs et des cotisations sociales a fait l'objet d'aménagements permettant de préserver la trésorerie de entreprises.

Ainsi, en cas de difficulté, les services des impôts ont accordé, au cas par cas, des délais de paiement des impôts directs (par exemple, impôt sur les sociétés, contribution économique territoriale) hors TVA. Symétriquement, le versement des crédits d'impôts sur les sociétés et des crédits de TVA a été accéléré. Ainsi, les sociétés qui bénéficient d'un ou plusieurs crédits d'impôt restituables en 2020 (crédit d'impôt recherche – CIR, crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – CICE) ont pu demander le remboursement du solde de la créance

disponible par anticipation, après imputation le cas échéant sur leur impôt sur les sociétés dû au titre de l'exercice 2019, sans attendre le dépôt de la déclaration de résultat. Une mesure de remboursement immédiat des reports des déficits antérieurs sur l'assiette fiscale de l'impôt sur les sociétés (*carry-back*) a également été mise en œuvre.

Dans le même ordre d'idée, le réseau des Urssaf a pris des mesures exceptionnelles pour accorder des délais de paiement pour les échéances sociales sans appliquer de pénalité ni majoration de retard.

Les reports d'échéances fiscales et sociales ont constitué une aide en trésorerie à hauteur de 38 milliards d'euros, alors que le remboursement anticipé de crédits d'impôt s'élevait à 14 milliards.

3. Autres mesures de trésorerie

En complément des mesures de report d'échéances fiscales et sociales, les pouvoirs publics ont facilité la mise en place de moratoires sur le remboursement des dettes bancaires et les loyers.

Dès le mois de mars, les banques ont accordé aux entreprises qui en faisaient la demande un report de six mois (voire 12 mois pour certains secteurs d'activités) des remboursements de crédits pour faire face à la crise. Deux millions d'entreprises y ont eu recours jusque fin septembre 2020, permettant de décaler 20 milliards d'euros de remboursements. Les montants des prêts sous moratoires (respectant les directives EBA) accordés par les banques françaises au 30 septembre 2020 s'élevaient à 262,7 milliards d'euros. Au-delà de ce dispositif, en cas de difficulté, les entreprises peuvent négocier un rééchelonnement de leur dette et, si nécessaire, solliciter la médiation du crédit pour faciliter ce dialogue.

À l'occasion du premier confinement, le paiement des loyers a pu faire l'objet de report de la part des bailleurs. Ces mesures ne semblent toutefois pas avoir été généralisées, *a fortiori* mises en œuvre de manière homogène. Plus récemment, un crédit d'impôt a été mis en place pour accompagner certains abandons d'arriérés de loyers (cf. infra). D'autres moratoires (factures d'eau, de gaz et d'électricité) ont été mis en place dans certains cas.

4. Mesures de subvention

Au-delà des mesures de trésorerie, les pouvoirs publics ont rapidement mis en place des dispositifs de subvention, qui ont été de trois types.

Initialement, les subventions ont été ciblées sur les plus petites entreprises. Depuis le début de la crise sanitaire, l'État et les régions ont mis en place un fonds de solidarité pour prévenir la cessation d'activité des petites entreprises, micro-entrepreneurs, indépendants et professions libérales. Initialement doté de 7 milliards d'euros, le fonds permettait une indemnisation forfaitaire sous condition de baisse de chiffre d'affaires (volet 1). Par la suite, le fonds de solidarité a été renforcé par les régions (en plus de la mise en place de dispositifs locaux) et ré-abondé par l'État (pour atteindre 20 milliards d'euros de dotation). Le fonds a aussi bénéficié de contributions de la part du secteur privé.

Des abandons de créances sont également accordés dans certains cas. Des annulations de cotisations sociales ont été mises en œuvre pour les PME de certains secteurs fortement touchés par les mesures sanitaires ainsi que pour les TPE qui ont été contraintes de fermer sur décision administrative. Des abandons de créance fiscale peuvent également être sollicités au cas par cas si les difficultés des entreprises ne peuvent pas être résorbées par un plan de règlement visant à étaler ou reporter le paiement de la dette fiscale accumulée.

Dans le cadre du projet de loi de finances pour 2021, un crédit d'impôt a été mis en place pour inciter les bailleurs à annuler une partie des loyers dus par leurs entreprises locataires qui sont administrativement

fermées ou particulièrement affectées par les restrictions sanitaires mises en œuvre. Ce crédit d'impôt couvre jusqu'à 50 % des sommes abandonnées.

En complément, des plans sectoriels ont été annoncés, qui prévoient des mesures de subventions spécifiques supplémentaires à hauteur de quelques centaines de millions d'euros.

Par ailleurs, dans le cadre du plan de relance, des dispositifs d'aide à l'investissement et/ou à l'embauche et une baisse de la fiscalité des entreprises (celle des impôts de production) ont été prévus.

5. La facilitation du financement grâce à la mise en place de garanties publiques

Le principal dispositif de garantie a été le PGE (prêt garanti par l'État), mis en place dès mars 2020 qui permettait aux entreprises d'obtenir un prêt de trésorerie pouvant représenter jusqu'à trois mois de chiffre d'affaires ou le double de la masse salariale annuelle, ce prêt bénéficiant d'une garantie de l'État de 70 % (grandes entreprises) à 90 % du montant. Ce prêt, d'une durée initiale d'une année, peut par la suite être amorti sur une durée pouvant aller jusqu'à cinq ans. L'enveloppe prévue en loi de finance permet d'octroyer jusqu'à 300 milliards de PGE. Au 4 décembre 2020, 128 milliards d'euros de PGE avaient été accordés par les banques (40 % des montants octroyés l'avaient été à des TPE, 35 % à des PME hors TPE).

Au-delà du PGE, d'autres dispositifs de financement ont été mis en œuvre. Il s'agit notamment des compléments d'assurance-crédit publics (CAP/CAP+) dédiés au marché domestique et des dispositifs Cap Franceexport et Cap Franceexport + pour l'assurance-crédit export. L'État a accordé sa garantie à hauteur de 15 milliards d'euros en cumul sur les différents dispositifs, afin de permettre aux entreprises qui se verraient notifier des réductions ou des refus de garanties sur certains clients, de continuer à être couvertes. En parallèle, un renforcement des financements par affacturage a été élaboré en partenariat avec les sociétés d'affacturage.

Enfin, des dispositifs spécifiques (notamment, augmentation des moyens du fonds de développement économique et social (FDES), prêts bonifiés et avances remboursables) mobilisent plusieurs milliards d'euros.

6. Les autres mesures administratives

La situation d'urgence sanitaire s'est également traduite par un aménagement des règles applicables aux entreprises en difficulté. Les délais habituels pour engager ou conclure les procédures judiciaires (conciliation, sauvegarde, redressement ou liquidation judiciaire) ont été allongés.

7. Mesures de renforcement des fonds propres

Plus récemment, ont été mises en place ou sont en cours de discussion des mesures visant au renforcement des fonds propres de certaines entreprises. Il s'agit en particulier du dispositif de prêts participatifs ou d'obligations subordonnées soutenus par l'État, prévu dans le projet de loi de finances 2021. Il devrait permettre un apport de 10 à 20 milliards d'euros de quasi-fonds propres pour les projets d'investissement des entreprises et leur permettre d'investir, d'embaucher et de développer leur activité. Il s'agit également du label « Relance », lancé en octobre 2020 : il vise à favoriser la levée de fonds par des véhicules d'investissement ou de capital investissement envisageant d'intervenir en fonds propres et quasi-fonds propres dans des PME et des ETI cotées ou non et de la possibilité offerte aux fonds de capital investissement de souscrire une garantie de fonds propres.

3. Des perturbations sur le financement non-bancaire

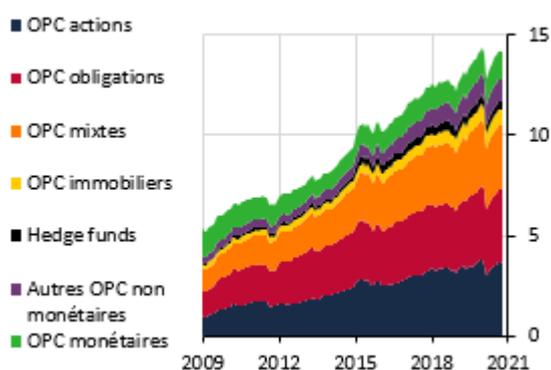
Le financement non-bancaire, communément appelé en anglais NBF pour *Non-bank financial intermediation*⁷¹, est défini comme l'intermédiation financière par le biais d'entités et d'activités totalement ou partiellement extérieures au système bancaire⁷². Source importante de financement pour l'économie réelle, il participe à la concurrence entre les sources de financement (prêts, obligations, etc.) et constitue des moyens complémentaires à ceux qu'offrent les banques vis-à-vis de l'activité économique. Les intermédiaires financiers non-bancaires jouent ainsi un rôle clé dans le mécanisme de financement de l'économie réelle mais peuvent être aussi à l'origine de risque systémique en cas de défaillance: de façon directe au titre des financements apportés, ou indirectement, à travers les services qu'ils rendent à d'autres intermédiaires financiers et via les interconnexions. À fin 2019, le financement non-bancaire mondial (NBF⁷³) s'élevait à 200,2 milliers de milliards de dollars face à un besoin de financement de 404,1 milliers de milliards de dollars d'actifs financiers (soit environ 49%)⁷⁴.

3.1 Une croissance dynamique de la gestion collective en zone euro, et plutôt constante en France

Contrairement aux États-Unis, en Europe, le financement repose encore beaucoup sur le canal traditionnel bancaire. Néanmoins, depuis la crise financière de 2008, le financement non-bancaire s'est largement développé dans la zone euro (cf. graphique 3.1), notamment plus rapidement que le financement bancaire.

Graphique 3.1 : Essor de la gestion collective en zone euro

x : axe temporel / y : actif net en milliers de milliards d'euros

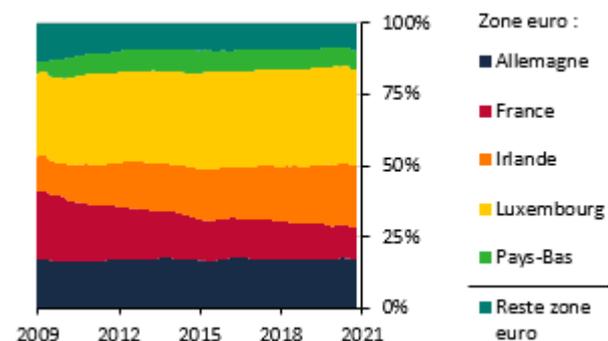


Source : Banque centrale européenne (SDW), collectes Balance Sheet Items (BSI) et Investment Funds Balance Sheet Statistics (IVF). Dernier point : 31 octobre 2020.

Note : Actif net toutes devises confondues en Zone euro principalement, l'Allemagne, la France, l'Irlande, le Luxembourg et les Pays-Bas. OPC pour Organisme de Placement Collectif

Graphique 3.2 : Baisse de la part de marché de la France au sein de la zone euro (toutes devises confondues)

x : axe temporel / y : pourcentage de l'actif net



Source : Banque centrale européenne (SDW), collectes Balance Sheet Items (BSI) et Investment Funds Balance Sheet Statistics (IVF). Dernier point : 31 octobre 2020.

En particulier, les organismes de placement collectif (OPC) ont connu une croissance importante⁷⁵ dans la zone euro depuis 2009, sous l'effet cumulé d'une collecte très dynamique (74% de l'évolution cumulée depuis 2009) et

⁷¹ Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board - FSB), Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation (2019) : <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P190120.pdf>.

⁷² D'après le Conseil de stabilité financière (FSB), il existe trois niveaux d'agrégats concernant la NBF :

1. *MUNFI (monitoring universe of non-bank financial intermediation)* : toutes les institutions financières qui ne sont pas des banques centrales, banques ou institutions financières publiques.
2. *OFIs (other financial intermediaries)* : sous-ensemble des IFM, comprenant toutes les institutions qui ne sont pas des banques centrales, des banques, des institutions financières publiques, des assurances sociétés, fonds de pension ou auxiliaires financiers.
3. *Narrow measure NBF* : la mesure restreinte comprend les institutions financières non bancaires que les autorités ont évaluées comme étant impliquées dans des activités d'intermédiation de crédit susceptibles de créer une stabilité financière comparable à celle des banques.

⁷³ Toutes les institutions financières qui ne sont pas des banques centrales, banques ou institutions financières publiques. En particulier, les sociétés d'assurance, fonds de retraite, fonds d'investissements et autres entreprises financières.

⁷⁴ Le rapport annuel du Conseil de stabilité financière sur la finance non bancaire précise la méthodologie associée à ces chiffres : <https://www.fsb.org/2020/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2020/>

⁷⁵ Le fait de détenir un fonds dans un fonds n'a pas été mesurée mais peut fournir une réponse partielle à cette croissance. Cette vision n'étant pas consolidée, un phénomène de double comptage de l'encours de certaines parts de fonds est donc compris dans cette croissance.

des effets de valorisation substantiels (26 %), atteignant un montant d'actif net de 14,2 milliers de milliards d'euros à fin septembre 2020⁷⁶, dont 12,8 milliers de milliards d'euros d'OPC non monétaires⁷⁷ et 1,4 millier de milliards d'euros d'OPC monétaires (cf. graphique 3.1). A titre de comparaison, l'encours de crédit des banques de la zone euro s'élève à 21,2 milliers de milliards d'euros à la même date.

Le marché européen de la gestion collective est largement concentré dans cinq pays de domiciliation (Allemagne, France, Irlande, Luxembourg et Pays-Bas), qui représentent à eux seuls plus de 90% de l'actif net au sein de la zone euro (cf. graphique 3.2). Toutefois, le marché de la gestion collective n'a pas connu la même dynamique en France que dans les autres pays européens - notamment en Irlande et au Luxembourg, places financières qui gèrent par ailleurs des fonds libellés en dollars et en livres sterling pour des montants importants- avec une hausse de l'encours d'actifs sous gestion moins forte depuis dix ans (cf. graphique 3.2), conduisant à une baisse de la part de marché de la France.

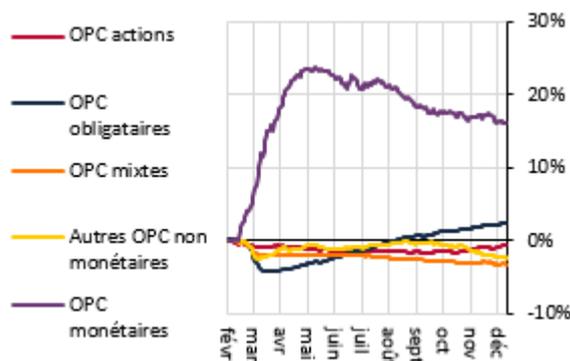
3.2 Impacts de la crise de la Covid-19 : des difficultés sur le marché des *commercial papers*

Sur le marché de la gestion collective

Les craintes liées au contexte sanitaire ont commencé à se transmettre aux différents segments du marché financier fin février, via la chute des prix des actions, des rendements des obligations souveraines, et des prix des matières premières. Les mesures généralisées de confinement, ainsi que la forte baisse des prix sur le marché du pétrole, ont provoqué l'émergence de tensions plus soutenues à partir de mi-mars. Les investisseurs ont procédé en conséquence à des arbitrages d'exposition entre les différentes classes d'actifs, en vue de contenir leurs niveaux de risques.

Graphique 3.3 : Mouvement global de *flight to safety*

x : axe temporel / y : flux cumulés des fonds depuis le 19 février en pourcentage de l'encours sous gestion à cette date

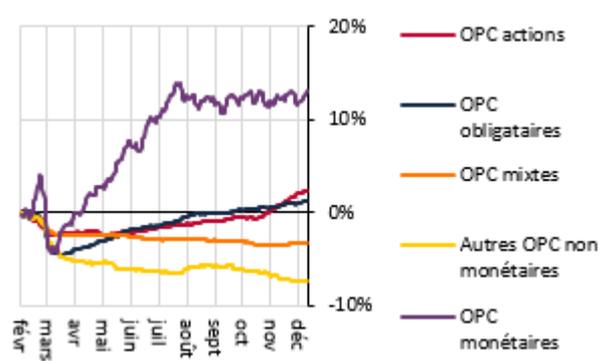


Source : Lipper. Dernier point au 29 décembre 2020. Flux cumulés en pourcentage de l'encours au 19 février 2020. Périmètre international. Les données Lipper sont issues d'une base commerciale qui renvoie une image partielle mais relativement représentative du marché.

Note : OPC pour Organismes de placement collectif

Graphique 3.4 : Comportement différencié sur les OPC européens

x : axe temporel / y : flux cumulés des fonds depuis le 19 février en pourcentage de l'encours sous gestion à cette date



Source : Lipper. Dernier point au 29 décembre 2020. Flux cumulés en pourcentage de l'encours au 19 février 2020. Périmètre européen uniquement. Les données Lipper sont issues d'une base commerciale qui renvoie une image partielle mais relativement représentative du marché.

Note : OPC pour Organismes de placement collectif

Très vite, des mouvements de réallocation des actifs ont été observés depuis des fonds investissant dans des actifs considérés comme risqués vers des fonds constitués d'actifs dits « refuges » (cf. graphique 3.3). Ainsi, les fonds obligataires, pouvant être considérés comme risqués, ont subi de larges sorties de la part des investisseurs durant le mois de mars (cf. graphiques 3.3 et 3.4). Toutefois, les fonds obligataires investis dans des titres souverains ont connu une relative stabilité sur cette période car considérés comme plus sûrs et donc attractifs en période de

⁷⁶ Les chiffres de références pour la zone euro sont issus de la base de données publique de la BCE (*Statistical Data Warehouse*) : <https://sdw.ecb.europa.eu/>

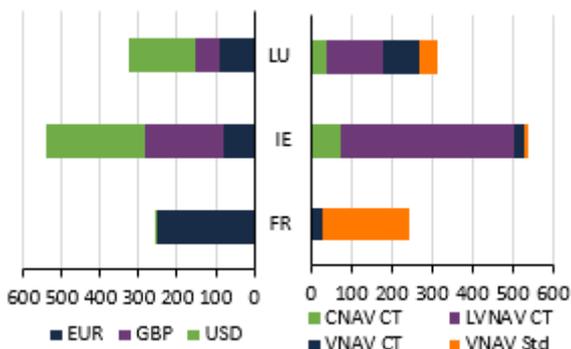
⁷⁷ La classification des fonds non monétaires est fondée sur les principes régis par le règlement de la BCE n° 1073/2013 relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des fonds d'investissement et complété par l'orientation de la BCE (2014/15) relative aux statistiques monétaires et financières et par le Manuel concernant les statistiques des fonds d'investissement. Exemple des fonds investis en obligations : fonds d'investissement (FI) dont l'actif est essentiellement investi en titres de créance. Les critères de classification des fonds d'investissement dans la catégorie des fonds investis en obligations sont déduits du prospectus, du règlement du fonds, des actes de constitution, des statuts établis, des documents de souscription ou contrats d'investissement, des documents commerciaux ou de toute autre déclaration ayant des effets similaires.

turbulences sur les marchés financiers. Les fonds investis dans des obligations d'entreprises ont, quant à eux, fait face à des demandes de rachat particulièrement importantes, notamment sur le segment *high yield*⁷⁸. Néanmoins, même les actifs considérés comme peu risqués (obligations souveraines, instruments du marché monétaire) ont finalement été également sous tension. En effet, les investisseurs ont vendu une fraction de ces titres afin d'augmenter leur trésorerie, participant à leur tour aux tensions sur les fonds obligataires dans leur ensemble. Les fonds obligataires français sont notamment toujours (à fin novembre) en position de décollecte nette depuis le choc de la Covid-19 (- 4 % de l'actif net) tandis que les fonds obligataires irlandais, et luxembourgeois enregistrent de nouveau, depuis le mois d'octobre, une collecte nette positive suite à la crise de mars⁷⁹.

Analyse spécifique des impacts sur le segment des fonds monétaires

Graphique 3.5 : Hétérogénéité des MMF européens

x : milliards EUR / y : Pays



Source : EPFR. Encours au : 31/12/2019. Les données EPFR sont issues d'une base commerciale qui renvoie une image partielle mais relativement représentative du marché.

Note : LU pour Luxembourg, IE pour Irlande, FR pour France, CNAV CT pour Constant Net Asset Value Court Terme, LVNAV CT pour Low Volatility Asset Value Court Terme, VNAV CT pour Volatile Net Asset Value Court Terme, VNAV Std pour Volatile Net Asset Value Standard

Dans ce contexte, le segment des fonds monétaires (MMF pour *Money Market Funds*) a enregistré les flux les plus marqués.

Pour comprendre les mouvements observés, deux grandes classes de MMF doivent être distinguées (encadré 3.1) :

- les fonds à valorisation (potentiellement) variable⁸⁰ (VNAV *Variable Net Asset Value* et LVNAV *Low Volatility Net Asset Value*, cf graphique 3.5) ;
- et les fonds à valeur liquidative constante⁸¹ (CNAV *Constant Net Asset Value*). Les MMF à valorisation variable détiennent principalement des titres de créance négociables à court terme⁸² (*Negotiable European Commercial Paper* – NEU CP) émis par des banques ou des sociétés non-financières. Les MMF à valeur liquidative constante détiennent quasi exclusivement de la dette publique.

Les turbulences sur les marchés financiers ont eu des conséquences opposées pour ces deux grands types de

MMF⁸³. Les parts de MMF à valorisation constante sont apparues comme des valeurs refuges car ces fonds sont principalement investis dans des titres de dette publique.

Dans les faits, les fonds monétaires à valorisation constante sont très majoritairement (pour plus de 92% de l'encours) des fonds libellés en dollars qui investissent dans de la dette souveraine américaine. Les fonds dits « *Government MMF* » domiciliés aux Etats-Unis, et dans une moindre mesure les fonds CNAV en Europe, ont enregistré d'importantes collectes qui sont la conséquence du mouvement de *flight-to-safety* évoqué précédemment (cf. graphique 3.7) ; les fonds *Government* américains ont absorbé +1 080 milliards équivalent EUR

⁷⁸ Les notations des agences sont regroupées dans deux catégories différentes: les notations les plus élevées sont dites "investment grade" (supérieures ou égales à BBB-), quand les autres, plus risquées, sont "high yield" (inférieures ou égales à BB+).

⁷⁹ Source : Autorité des Marchés Financiers (BIO).

⁸⁰ Certains fonds monétaires sont à valorisation constante tant que la valeur liquidative constante est suffisamment proche de la valeur liquidative de marché. Pour simplification de l'exposé, ces fonds sont assimilés à des fonds à valorisation variable car la valeur liquidative peut varier.

⁸¹ Les fonds à valeur liquidative constante sont autorisés à utiliser la méthode du coût amorti pour la valorisation de leurs parts. D'après l'article 2 du Règlement (UE) 2017/1131 du Parlement Européen et du Conseil du 14 juin 2017 sur les fonds monétaires, la « méthode du coût amorti » est une méthode de valorisation qui se fonde sur le coût d'acquisition d'un actif et adapte cette valeur en fonction de l'amortissement des primes ou décotes jusqu'à l'échéance.

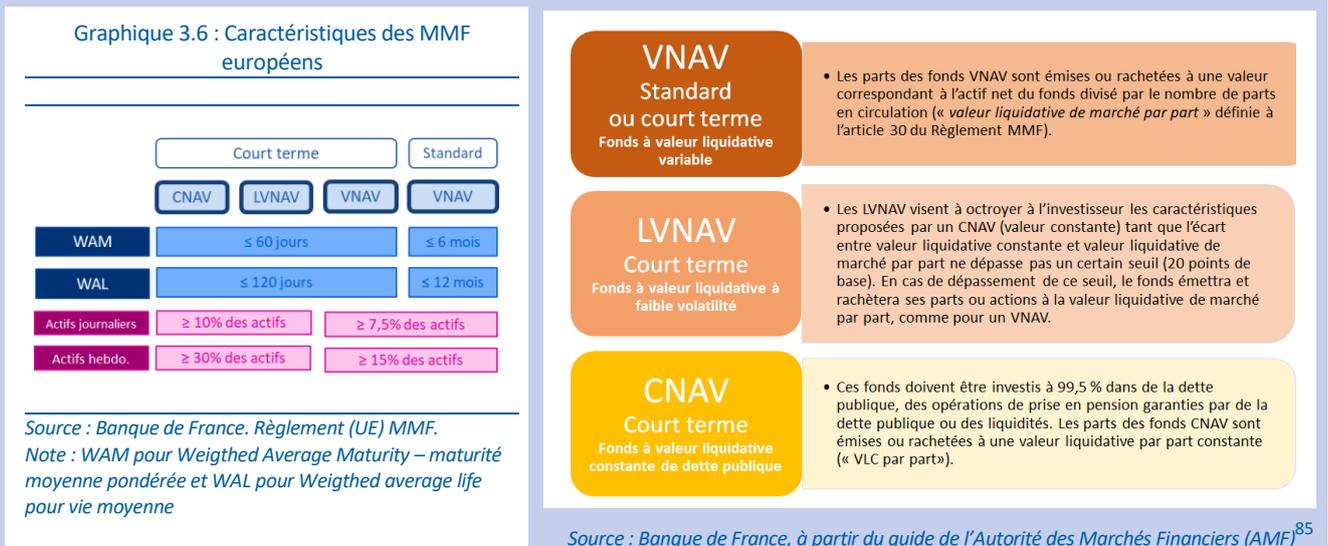
⁸² Depuis la réforme de 2016 visant à moderniser le marché des titres de créances négociables. Cette réforme est transcrite dans le décret n°2016-707 du 30 mai 2016 et dans un arrêté du 30/05/2016 portant réforme des titres de créances négociables. Le terme de NEU CP vient remplacer les termes de billets de trésorerie pour les émetteurs non financiers et certificats de dépôt pour les émetteurs bancaires.

⁸³ Voir également la note thématique de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs « Money Market Funds during the March-April episode » <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD666.pdf>

de flux cumulés entre fin février et début mai 2020, soit des flux entrants huit fois supérieurs aux flux sortants des fonds américains à valorisation variable (*Prime* investissant dans la dette d'entreprises).

Ainsi, la confiance dans les fonds monétaires *Government* en période de turbulences déjà observée en 2008⁸⁴ a été confirmée en mars 2020 lors de la crise de la Covid-19. À l'inverse, les actifs des MMF à valorisation variable (cf. encadré 3.1), même s'ils sont de très courte maturité, ont été affectés par la dépréciation de la valorisation des titres de créance.

Encadré 3.1 : Typologie des fonds monétaires européens et américains



Un fonds monétaire peut prendre la forme soit d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) soit d'un fonds d'investissement alternatif (FIA) ; il doit investir dans des actifs à court terme et avoir pour objectifs distincts ou cumulés d'offrir des rendements comparables à ceux du marché monétaire ou de préserver la valeur de l'investissement.

Les MMF (*Money Market Funds*) sont classés en fonction des actifs dans lesquels ils investissent et de leur méthode de valorisation⁸⁶.

Ainsi, un fonds monétaire « standard » peut investir dans des instruments du marché monétaire d'une maturité résiduelle de deux ans (pour autant que le délai jusqu'à la prochaine mise à jour du taux d'intérêt soit inférieur ou égal à 397 jours) tandis qu'un fonds monétaire « court terme » ne peut investir que dans des instruments du marché monétaire d'une maturité nécessairement inférieure à 397 jours.

De manière générale, la valeur liquidative d'une part sera variable (fonds VNAV, standard et court terme), calculée en fonction de la valeur de marché des actifs détenus, mais les fonds « court terme » peuvent opter pour une valeur liquidative constante (fonds LVNAV, et fonds CNAV). Les fonds à valeur liquidative constante sont autorisés à utiliser la méthode du coût amorti pour la valorisation de leurs parts.

Les fonds à valeur liquidative constante (CNAV et LVNAV) font face à un risque de prime au premier sortant plus important que pour les fonds VNAV. En effet, en cas de baisse rapide de la valeur de leurs actifs, les CNAV et

⁸⁴ La vague de rachats massifs sur les MMF observée en septembre 2008 s'était concentrée sur les fonds *Prime* dont l'encours s'était contracté de plus de 15% dans la semaine suivant la faillite de Lehman Brothers. Dans la même période, la collecte sur les fonds *Government* avait plus que compensé la décollecte sur les fonds *Prime*. Voir McCabe (2010) *The Cross Section of Money Market Fund Risks and Financial Crises*.

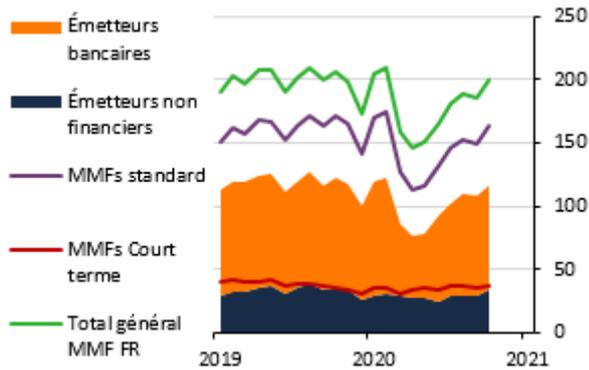
⁸⁵ AMF, *Questions-réponses sur les fonds monétaires, guide pédagogique pour les sociétés de gestion de portefeuille*, juillet 2018.

⁸⁶ Règlement (UE) 2017/1131 du Parlement Européen et du Conseil du 14 juin 2017 sur les fonds monétaires. Ce règlement est entré en vigueur en juillet 2018 pour les nouveaux fonds et au plus tard à partir du 21 janvier 2019 pour les fonds existants.

VNAV et LVNAV irlandais et luxembourgeois entre fin mars et fin mai ; décollecte nette de 8 milliards d'euros sur les MMF VNAV français sur la même période).

Graphique 3.8 : Détentions des MMF français : encours de CP par type de fonds versus encours de NEU CP par type d'émetteurs

x : axe temporel / y : milliards EUR



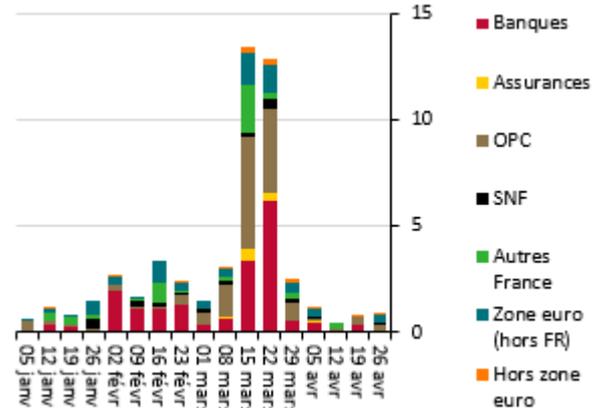
Source : Banque de France.

Note de lecture : Ce graphique représente l'évolution des détentions de CP par les MMF FR par type de fonds (lignes pointillées) ainsi que les encours de NEU CP détenus par les MMF FR par type d'émetteurs - banques ou sociétés non financières (aires colorées).

Dernier point : octobre 2020.

Graphique 3.9 : Rachats hebdomadaires de NEU CP bancaires par les banques émettrices de ces NEU CP, par type de détenteurs

x : axe temporel en 2020 / y : milliards EUR



Source : Banque de France.

Note de lecture : Ce graphique représente les rachats (remboursement anticipé) de NEU CP bancaires (en milliards d'euros) par les banques émettrices de ces NEU CP, répartis par types de vendeurs (investisseurs sur le marché primaire).

Dernier point : 26 avril 2020.

Ces évolutions contrastées des fonds monétaires européens durant la crise démontrent une forte hétérogénéité des profils des investisseurs. Alors que les investisseurs en MMF irlandais et luxembourgeois sont plutôt des institutionnels financiers (en général non-résidents de la zone euro), en France ils sont représentés pour une part significative des investisseurs sont des sociétés non financières et des sociétés d'assurance. Ainsi un choc sur l'économie réelle a eu plus de facilités à se propager sur le marché monétaire français, en raison du caractère interconnecté des acteurs, les sociétés non financières se retrouvant à l'actif des MMF en tant qu'émetteurs de dette, et au passif des MMF en tant qu'investisseurs. Le marché de financement de court terme a commencé à montrer des signes de tension dès le début du mois de mars, rompant l'équilibre entre l'offre et la demande de NEU CP (cf. graphique 3.8), et se traduisant par un non-renouvellement des titres arrivés à maturité de certains émetteurs et par une dégradation des prix et de la liquidité de ces actifs.

À partir de la mi-mars et des annonces de confinement généralisé, ces distorsions sur le marché des NEU-CP se sont amplifiées lorsque les MMF français ont enregistré des demandes de rachat quotidiennes importantes de la part de leurs investisseurs (-15 % de l'actif net entre le 13 mars et le 31 mars), réduisant leurs investissements sur ce marché.

Les sociétés non financières qui ne trouvaient pas de demande sur leurs titres de dette ont dû concéder des taux d'émission sur le marché primaire à la hausse, pour rendre leurs titres plus attractifs sur le marché. Cette hausse des taux a engendré -de fait- une dégradation des valorisations des fonds monétaires, amplifiant encore la décollecte des investisseurs : aux décollectes induites par des purs besoins de liquidités se sont ajoutées les décollectes des investisseurs soucieux de maintenir un certain niveau de performance.

Incidences sur le marché du financement de court terme

Au total, le choc généré par les demandes de sortie au passif des MMF s'est traduit par une pression très forte pour réduire leur actif, diminuer la maturité de leurs investissements et céder des titres de créance, alors que le non-renouvellement des titres arrivant à maturité n'était pas suffisant pour couvrir les demandes de rachat. Ces

ventes ont essentiellement concerné les NEU CP bancaires, qui représentaient à fin septembre 2020 environ 53% des détentions des MMF français⁸⁹.

Ces ventes ont été réalisées essentiellement auprès des banques françaises émettrices, sollicitées par ailleurs par des tirages de lignes de crédit importants de la part des clients entreprises (35 milliards d’euros en mars). Ces rachats ont atteint près de 31 milliards d’euros en mars (cf. graphique 3.9).

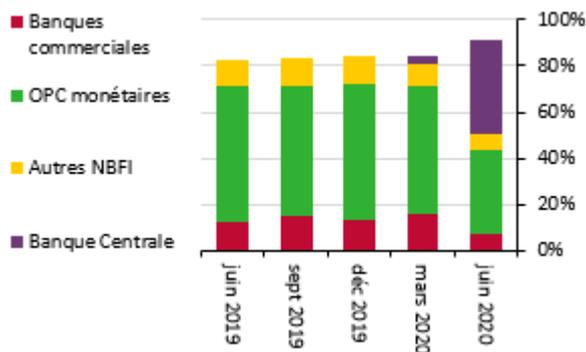
3.3 Interventions des banques centrales et sortie de crise

Face aux tensions observées sur la liquidité des marchés monétaires primaire et secondaire, et au caractère limité de l’absorption par les banques des titres de créance émis sur le marché primaire ou cédés sur le marché secondaire, l’intervention exceptionnelle des grandes banques centrales (cf. encadré 3.2) a été nécessaire pour éviter le gel durable de ces marchés.

En Europe, l’Eurosystème a décidé de rendre les NEU CP éligibles au programme du PEPP, et la déclinaison opérationnelle de cette décision par la Banque de France a permis de rouvrir le marché primaire des NEU CP. Cette action a concrètement donné aux sociétés non financières la possibilité d’émettre à nouveau. L’annonce le 7 avril d’un élargissement des règles régissant le collatéral, avec l’augmentation de 2,50 % à 10 % du papier bancaire susceptible d’être présent dans les *pools* de collatéral a aussi eu une influence très positive sur l’animation du marché secondaire des NEU CP bancaires qui constituent de fait le principal actif au bilan des fonds monétaires VNAV en euros.

Graphique 3.10 : Détentions de NEU CP émis par des sociétés non financières françaises

x : axe temporel / y : pourcentage

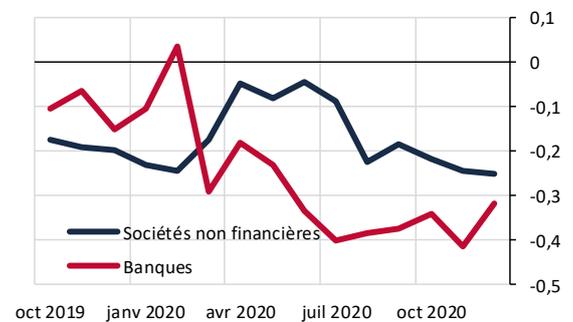


Source : Banque de France.

Note de lecture : Détentions de NEU CP de sociétés non financières françaises par les acteurs financiers français. La catégorie « Autres NBF » comprend en particulier les OPC non monétaires, les sociétés d’assurances et les autres intermédiaires et auxiliaires financiers.
Dernier point : juin 2020.

Graphique 3.11 : Taux à l’émission des NEU CP français

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Banque de France.

Dernier point : 31 décembre 2020

Les fonds ayant subi de fortes décollectes en mars ont pu rééquilibrer leurs portefeuilles en vendant des actifs et en réduisant la maturité de ceux qu’ils détenaient⁹⁰. Malgré la reprise des investissements sur les fonds monétaires intervenue depuis lors, les ratios de liquidité des fonds restent plus élevés qu’avant la crise ; si la liquidité est revenue sur les marchés des NEU CP, des craintes existent quant à sa disparition soudaine si les tensions sur d’autres marchés devaient émerger.

⁸⁹ Source BCE : Credit institutions and money market funds balance sheets (full report) : <https://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000005719>

⁹⁰ ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, No2, 2020 (p.32) : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_50-165-1287_report_on_trends_risks_and_vulnerabilities_no.2_2020.pdf

Les montants engagés par l'Eurosystème sur ce marché ont été importants et ont conduit à réduire fortement les taux à l'émission, mais également à favoriser une demande des investisseurs privés. Fin novembre, l'exposition de l'Eurosystème sur le marché européen des *commercial papers* s'élevait à 24 milliards d'euros, dont 20 milliards d'acquisitions sur le marché primaire et 4 milliards sur le marché secondaire.

À fin septembre, l'Eurosystème détenait pour 32 milliards d'euros de *commercial papers*, dont 25 milliards ont été investis sur des NEU CP de sociétés non financières françaises, alors que l'encours total du marché français des NEU CP émis par les SNF s'élevait à 70 milliards⁹¹ à la même date. Le PEPP modifie donc substantiellement la ventilation des détentions de NEU CP puisqu'à fin septembre, l'emprise des MMF français sur les NEU CP des sociétés non financières françaises atteint 36% (contre 57% fin 2019, cf. graphique 3.10).

Dans ce contexte, certains émetteurs éligibles au programme de l'Eurosystème ont profité de la baisse des primes (cf. graphique 3.11) pour augmenter sensiblement leurs émissions et ainsi atteindre les plafonds de leurs programmes d'émissions de NEU CP. Concernant les fonds monétaires, une raréfaction des titres acheteables a été observée mais cette tendance devrait s'infléchir du fait des tombées d'échéances de NEU CP (détenues par l'Eurosystème) dans les prochains mois.

Encadré 3.2 : Mesures de politiques monétaires exceptionnelles sur le marché court terme

La mise en place des différents programmes de soutien a permis d'atténuer les tensions sur les marchés monétaires, et donc sur les fonds monétaires lorsque ces derniers étaient libellés dans la même devise que celle émise par la banque centrale de leur pays de domiciliation. Toutefois, les fonds monétaires européens libellés en USD n'étaient éligibles ni aux facilités de la Réserve fédérale des Etats-Unis (Fed), ni au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (Pandemic emergency purchase programme - PEPP) de l'Eurosystème. Ceci explique que les fonds monétaires domiciliés en Europe et libellés en dollars aient eu besoin de plus de temps pour rétablir leur situation que ceux libellés en euros ou en livres sterling.

Les interventions des banques centrales ayant un impact sur les marchés de financement de court terme ont été très largement déployées et pris des formes multiples.

Eurosystème

Le 18 mars, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé le lancement du PEPP d'une enveloppe de 750 milliards d'euros impliquant des conditions plus larges d'éligibilité que le *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP) et couvrant les titres de créance négociables d'émetteurs non financiers – *non-financial commercial papers* (ayant une qualité de crédit suffisante). Jusqu'à présent, seuls les papiers d'une maturité supérieure ou égale à six mois étaient concernés par le CSPP. Si l'effet signal a été immédiat à l'annonce de la mesure, la mise en œuvre pratique de ce plan à partir du 27 mars 2020, a pu engendrer une période de flottement sur les marchés pendant une dizaine de jours. Par décision du Conseil des gouverneurs du 4 juin 2020, l'enveloppe du PEPP a été augmentée de 600 milliards d'euros, pour un total de 1 350 milliards. Par décision du Conseil des gouverneurs du 10 décembre 2020, l'enveloppe du PEPP a été augmentée de 500 milliards d'euros, pour un total de 1 850 milliards.

Par ailleurs, la BCE a annoncé le 7 avril un ensemble de mesures d'assouplissement temporaire des règles de collatéral⁹². Parmi ces mesures, l'augmentation de 2,50 % à 10 % du papier bancaire susceptible d'être présent dans les *pools* de collatéral a pu avoir une influence positive sur l'animation du marché secondaire des NEU CP bancaires qui constituent de fait le principal actif au bilan des fonds monétaires VNAV en euros.

Autres banques centrales

⁹¹ « Situation mensuelle du marché des titres négociables à court et moyen terme au 30 septembre 2020 », Banque de France : https://www.banque-france.fr/sites/default/files/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Politique_Monetaire/P19816_Noria_vue_d_ensemble_mensuel_20200930.pdf

⁹² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200407~2472a8ccda.en.html>

La Fed a annoncé le 18 mars et mis en place le 23 mars, la *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (MMMLF) qui a permis de fournir des facilités de crédit pour les investisseurs achetant des actifs aux fonds monétaires. En parallèle, elle a mis en place, le 17 mars, un programme d'achats d'instruments du marché monétaire (*Commercial Paper Funding Facility*).

Mise en place à la même date (annoncée le 17 mars), le programme *Covid Corporate Financing Facility* (CCFF) de la *Bank of England* consistait également à acheter des *commercial papers* émis par des entités non-financières. L'utilisation du CCFF a diminué ces derniers mois. À début octobre, l'encours de *commercial papers* détenu dans le cadre du CCFF s'élevait à 15,5 milliards de livres sterling, son niveau le plus bas depuis avril, et inférieur au pic de 20,5 milliards de livres sterling en mai.

3.4 Enseignements de cette crise et enjeux réglementaires

Le risque de liquidité, provenant d'un décalage entre le passif (sorties de la part d'investisseurs, réelles ou par crainte) et l'actif (marché secondaire de NEU CP grippé), s'est matérialisé pour les fonds monétaires. Cette situation soulève donc des questions sur l'organisation du marché des NEU CP (répartition des intervenants, profondeur du marché secondaire) mais aussi sur les règles prudentielles qui régissent les fonds monétaires.

Actuellement, le cadre prudentiel européen sur ces fonds prévoit des contraintes réglementaires et des outils microprudentiels. À l'actif, les contraintes portent sur la maturité et la vie moyennes du portefeuille, ainsi que sur des coussins d'actifs à échéances journalière et hebdomadaire, garantissant ainsi un certain niveau de liquidité. De plus, les fonds monétaires doivent détenir des actifs de haute qualité de crédit et sont soumis à des ratios de concentration maximale et de diversification⁹³.

Au passif, les gestionnaires d'actifs ont la possibilité d'utiliser des outils de gestion de liquidité pour limiter les demandes de rachat, afin de pouvoir y faire face de façon plus ordonnée. Or, ces outils sont très peu mentionnés dans les prospectus des fonds monétaires⁹⁴, ce qui est pourtant un pré-requis à leur utilisation. De plus, peu de données sont disponibles concernant leur utilisation, limitant ainsi leur suivi systématique et l'évaluation de leur efficacité. Le faible déploiement de ces outils dans les fonds peut s'expliquer par la crainte d'un effet stigmatisant lié à leur activation : cette situation, liée à des faibles incitations individuelles, crée des externalités négatives au niveau collectif.

Enfin, les gestionnaires de fonds monétaires doivent se doter de processus de simulation de crise permettant d'identifier les éventuels événements ou futurs changements de conditions économiques susceptibles d'avoir sur eux un effet défavorable.

Cet ensemble d'exigences microprudentielles n'a pas suffi à empêcher une propagation des tensions observées en mars du fait notamment des interconnexions entre les différents acteurs du marché du financement de court terme (sociétés non financières, banques et MMF), mais aussi de l'emprise des fonds monétaires sur ces marchés. Un encadrement des activités des fonds monétaires enrichi d'une approche systémique, c'est-à-dire macroprudentielle, serait de nature à renforcer la stabilité du secteur, notamment au titre de son rôle économique dans le financement de l'économie réelle. Face aux turbulences du mois de mars, alimentées en partie par une gestion procyclique par les fonds monétaires du risque de liquidité auquel ils étaient confrontés, les interventions menées par les banques centrales ont été décisives. Toutefois, de telles interventions doivent rester exceptionnelles, pour éviter tout aléa moral et une gestion complaisante de ce risque de liquidité.

⁹³ [Q&A on Money Market Funds – Guide for Asset Management Companies](#), Autorité des Marchés Financiers, Novembre 2018.

⁹⁴ Darpeix (P-E), Le Moign (C), Mème (N), Novakovic (M), "[Overview and inventory of French funds' liquidity management tools](#)", Banque de France *Working Paper Series*, n° 775.

Conscientes de la nécessité d'améliorer le cadre réglementaire ex ante, les instances européennes (Conseil européen de stabilité financière et Comité de stabilité financière de la BCE) et internationales (Conseil de stabilité financière) ont engagé des travaux afin d'analyser les vulnérabilités liées au financement non-bancaire et à son rôle dans la gestion de la liquidité au sein du système financier, mises en exergue par le choc lié à la Covid-19. Ces travaux pourraient mener à des ajustements de la réglementation encadrant le financement non bancaire (fonds monétaires, en particulier).

Le Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*) a de son côté publié sa revue holistique du choc de mars 2020⁹⁵, contenant un diagnostic précis des événements sur les marchés en lien avec le rôle des différents segments du financement non-bancaire. Enfin, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO) a publié en novembre 2020 sa note thématique sur les marchés des MMFs durant l'épisode de mars-avril⁹⁶. En 2021, des travaux réglementaires sur les fonds monétaires seront notamment engagés avec une perspective macroprudentielle.

⁹⁵ Financial Stability Board, Holistic Review of the March Market Turmoil, 17 novembre 2020 : <https://www.fsb.org/2020/11/holistic-review-of-the-march-market-turmoil/>

⁹⁶ International Organization of Securities Commissions, Money Market Funds during the March-April Episode Thematic Note, Novembre 2020 : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD666.pdf>

4. Une possible déconnexion des marchés financiers de l'économie réelle

Le fort rebond des marchés actions, particulièrement marqué aux États-Unis, le resserrement record des primes de risque sur les obligations d'entreprises *Investment Grade*, et la valorisation des dettes publiques semblent a priori en contradiction avec la situation économique actuelle. Ces niveaux de valorisation reposent sur l'hypothèse d'un retour à la normale rapide avec un fort effet de rattrapage économique favorisé par le net assouplissement des conditions financières. Néanmoins le degré d'incertitude quant aux perspectives macroéconomiques, à la dégradation de la qualité de crédit des entreprises, et à la situation sanitaire demeure élevé. Ce contraste suscite des interrogations sur la prise en compte de ces incertitudes par le marché.

4.1 Malgré les incertitudes importantes, certaines valorisations sont historiquement hautes

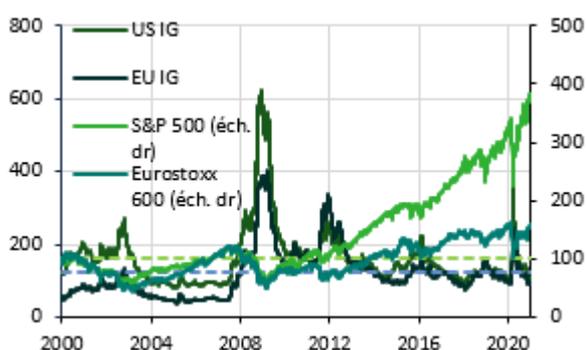
Des marchés affichent des valorisations élevées : un rebond des marchés d'une ampleur et rapidité inédites

Après avoir subi un choc particulièrement abrupt au cours du mois de mars, les marchés actions ont fortement rebondi, dans un contexte d'assouplissement des conditions financières. Alors qu'au 23 mars 2020 la performance depuis le début d'année de l'indice boursier américain S&P 500 avait atteint - 30,4 %, et celle de l'indice boursier européen Euro stoxx 600 - 32,7 %, les marchés actions ont récupéré la plupart des pertes de l'année. L'indice Euro stoxx 600 affiche ainsi au 30 novembre 2020 une performance de - 6 % depuis le début d'année. Ce rebond est encore plus marqué aux États-Unis où les indices boursiers atteignent des plus hauts historiques, après un fort afflux de capitaux. À la même date, l'indice S&P 500 affiche une performance depuis le début de l'année de + 12 %.

Les marchés d'obligations d'entreprises ont connu la même tendance. Au plus fort de la crise, les primes de risque se sont particulièrement tendues pour atteindre 401 points de base (pbs) pour les titres des entreprises américaines de notation *investment grade*⁹⁷ et 243 pbs pour leurs équivalents européens, un niveau qui est toutefois inférieur à celui de la crise financière mondiale de 2008-2009. Le rétablissement des marchés actions est allé de pair avec un resserrement des primes de risque obligataires qui s'établissent à un niveau proche de celui du début d'année. Cette compression inédite par son ampleur et sa rapidité les place désormais à un niveau inférieur à la moyenne de long-terme (cf. graphique 4.1).

Graphique 4.1 : Indices boursiers et des spreads de crédit des obligations d'entreprises de la catégorie *Investment Grade*

x : axe temporel / y[gauche] : spread en points de base / y[droite] : indice total return, base 100 au 1^{er} janvier 2000



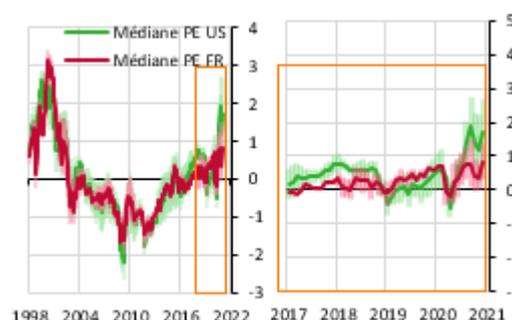
Sources : Bloomberg, ICE

Notes : Les indices S&P 500 et Euro Stoxx 600 tiennent compte du réinvestissement des dividendes. En pointillés les moyennes 2000-2020 des spreads obligataires calculés contre des titres d'Etat (américains pour les spreads obligataires corporate US, et allemands pour les spreads obligataires corporate EU).

Dernier point : 30 décembre 2020

Graphique 4.2 : Price Earning Ratio – S&P 500 et CAC 40

x : axe temporel / y : indices centrés réduits



Sources : Site de Robert Shiller, Datastream, Bloomberg, CODE. Calculs Banque de France

Notes : La médiane / marges d'erreurs sont issues des trois métriques : CAPE (Cyclically-Adjusted Price Earning ratio), PE et forward PE.

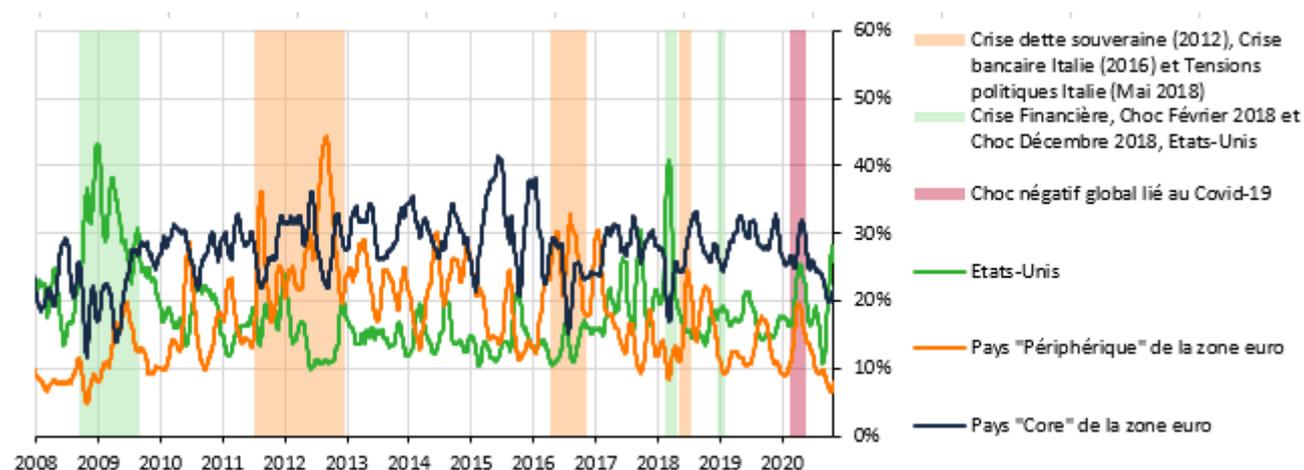
PE pour ratio Price Earning (prix/revenus nets) ; US pour États-Unis ; FR pour France

Dernier point : décembre 2020

⁹⁷ Les titres *investment grade* (IG) ont une notation supérieure ou égale à BBB-

Graphique 4.3 : Indicateurs de contagion (DY) sur le marché boursier français

x : axe temporel / y : pourcentage de la variation de l'indice CAC 40, dividendes réinvestis



Sources: Bloomberg. Calculs Banque de France

Note de lecture : Les différentes lignes indiquent l'importance des contagions issues de certaines zones géographiques sur le CAC 40. Sur le graphique sont représentés les « spillovers » issus des États-Unis, des pays « périphériques » de la Zone Euro (Espagne, Italie, Portugal) et des pays « core » de la Zone Euro (France, Allemagne). Les aires colorées correspondent à des événements en lien avec l'augmentation de la contagion issue d'une zone géographique précise. Les indices sont calculés à l'aide d'un indicateur Diebold-Yilmaz (introduit dans Diebold et Yilmaz 2009, 2012 et 2014), reposant sur un modèle SVAR-GARCH⁹⁸ et estimé sur les rendements journaliers totaux de 10 indices couvrant les principales économies mondiales. Le modèle prend en compte l'effet des chocs communs mondiaux, dont la crise de la Covid-19, à l'aide de variables exogènes globales (indicateur de « Surprises » macroéconomiques de Citigroup, et prix du pétrole) à la manière de De Santis et Zimic (2018). Dernier point : 29 octobre 2020

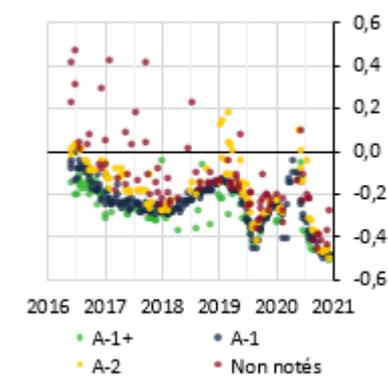
De la même façon, les ratios de valorisation, de type prix/bénéfices atteignent un niveau supérieur à leur moyenne de long terme en novembre (cf. graphique 4.2).

Si les valorisations actions apparaissent particulièrement élevées aux États-Unis, ce diagnostic n'est pas sans incidence pour le marché français. La contagion affectant le CAC 40 peut être estimée avec un modèle Diebold-Yilmaz (DY), cf. graphique 4.3: ce dernier vise à estimer l'effet des chocs économiques et financiers survenant dans un pays donné sur les rendements du CAC 40. De la sorte, les différentes lignes du graphique indiquent dans quelle mesure la variance du CAC 40 est expliquée, dans le cadre de ce modèle, par des chocs issus de zones géographiques spécifiques au cours du temps. La contagion issue des États-Unis fut particulièrement élevée lors de la crise financière de 2008. De la même manière, les contagions provenant des pays européens « périphériques » (Italie, Espagne, Portugal, etc.) augmentèrent significativement lors de la crise des dettes souveraines européennes ou lors du stress sur les marchés financiers lié aux tensions politiques en Italie en mai 2018.

Sur la période récente, il apparaît qu'à la suite de l'éclatement de la crise sanitaire, l'impact des chocs sur les indices américains sur tous les autres marchés s'est renforcé. Ce constat est en ligne avec les observations historiques : dans les périodes de tensions généralisées, les cotations boursières des grandes entreprises cotées aux États-Unis tendent à fortement influencer le niveau d'incertitude globale sur tous les indices des autres pays⁹⁹.

Graphique 4.4 : Evolution des taux à l'émission des commercial papers français de maturité 12 mois

x : axe temporel / y : taux à l'émission



Source : Banque de France

Note : Chaque point correspond au taux moyen pondéré des titres émis au cours d'une semaine

Dernier point : 25 décembre 2020

⁹⁸ Boeckelmann (L.), Stalla-Bourdillon (A.) (2021), « Structural Estimation of Time-Varying Spillovers: An Application to International Credit Risk Transmission », Banque de France Working Paper Series, n° 798

⁹⁹ À noter que le modèle intègre bien l'impact des chocs globaux en lien avec la pandémie de la Covid-19, notamment la hausse générale de l'aversion au risque, et qu'après avoir tenu compte de cet effet, la hausse de la contagion en provenance des marchés américains persiste.

S'agissant des obligations d'entreprises, le net retour des marchés secondaires à des niveaux de valorisation d'avant-crise, sous l'impulsion de politiques monétaires particulièrement accommodantes, a nécessairement un impact sur les niveaux d'émissions sur le marché primaire. Cela peut être souligné également concernant le marché des titres de court terme, en particulier sur celui des *commercial papers* (CP). Les taux à l'émission de CP émis par des sociétés non financières françaises se sont nettement tendus au deuxième trimestre (cf. graphique 4.4) pénalisant notamment les émissions de moins bonnes notation (CP de notation A-2/P-2/F-2). Le resserrement au troisième trimestre des taux à l'émission entre les CP de différents niveaux de notation semble indiquer que la prime associée au risque de crédit a fortement diminué dans la valorisation des CP, la dispersion des taux à l'émission étant fortement réduite toutes catégories de crédit confondues.

Les résultats meilleurs qu'attendus des entreprises, au regard des prévisions macroéconomiques, ont pu contribuer au rebond des actions

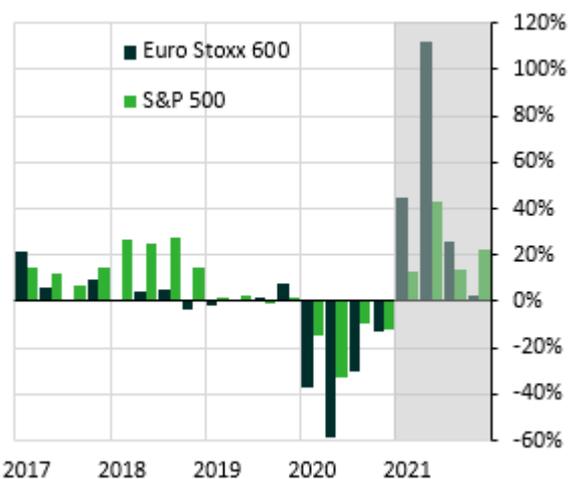
Les effets directs et indirects de la deuxième vague de l'épidémie de Covid-19, en particulier en Europe et aux États-Unis, vont fragiliser la reprise économique, et amplifier la divergence sectorielle et géographique.

Les répercussions de l'épidémie de Covid-19 continuaient à se faire sentir sur les résultats des grandes entreprises européennes et américaines au troisième trimestre. En Europe, le bénéfice par action (BPA) de l'indice Euro Stoxx 600 diminue de 30% sur un an (après un plus bas de -58,6 % au deuxième trimestre, cf. graphique 4.5)¹⁰⁰. En outre, tous les secteurs représentés au sein de l'indice à l'exception de ceux des matériaux (Materials) et des services d'utilité publique (Utilities) affichent une baisse de leur profitabilité. La situation est plus encourageante aux États-Unis. En effet, pour plus de 90 % des entreprises du S&P 500 qui ont publié leurs résultats, le BPA de l'indice recule de 9,1 % (- 33,0 % au deuxième trimestre). Surtout, près de la moitié des secteurs représentés au sein de l'indice affiche un BPA en progression sur un an.

Bien que le contexte macroéconomique se soit détérioré, le niveau élevé de valorisation des actions peut d'abord s'expliquer par la meilleure tenue qu'anticipé des entreprises au choc de mars. En effet, malgré des résultats en demi-teinte, le nombre d'entreprises ayant publié des résultats supérieurs aux prévisions augmente sur les deux rives de l'Atlantique, indiquant une moindre baisse de leur profitabilité au troisième trimestre qu'initialement attendue. Au 20 novembre 2020, 63 % des entreprises de l'Euro Stoxx 600 et 84 % des entreprises du S&P 500 ont réussi une telle performance. Dans les deux cas, ces proportions sont sensiblement supérieures à la moyenne¹⁰¹ mais cachent des dynamiques très différentes. En Europe, ces surprises à la hausse sont avant tout dues aux efforts consentis par les entreprises pour réduire leurs coûts (constructeurs automobiles notamment).

Surtout si le bénéfice agrégé de l'Euro Stoxx 600 reste supérieur de 5,1 % aux prévisions des analystes pour le troisième trimestre 2020, le chiffre d'affaires agrégé de l'indice sous-performe ces mêmes prévisions de 0,3 %. **Aux États-Unis, les deux indicateurs sont en territoire positif et atteignent respectivement 19,0 % et 2,4 %, soit deux des plus importants écarts par rapport au consensus enregistré depuis 2008.** En outre, les prévisions sur les bénéfices (*earnings guidance*) publiées par les entreprises du S&P 500 pour le quatrième trimestre sont plutôt

Graphique 4.5 : Le bénéfice par action (BPA) des indices européen et américain a fortement baissé en 2020
x : axe temporel / y : croissance du BPA trimestriel en glissement annuel



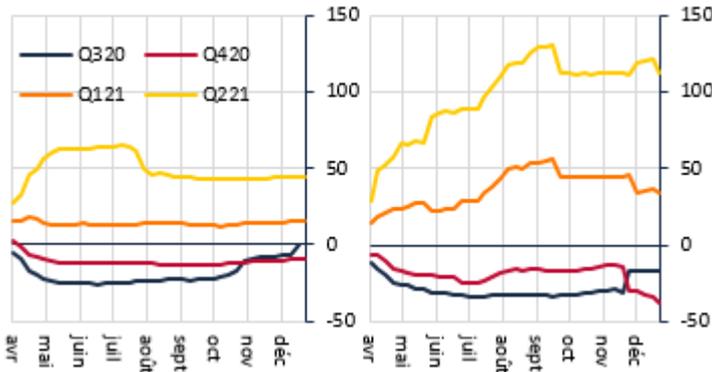
Source : Bloomberg. Calculs Banque de France
Note : la zone grisée correspond à des prévisions.

¹⁰⁰ Au 14 novembre 2020, 85% des entreprises de l'indice Euro Stoxx 600 ont publié leurs résultats, contre plus de 90% pour les entreprises de l'indice S&P 500.

¹⁰¹ La moyenne depuis 2011 pour l'Euro Stoxx 600 est de 50 %. La moyenne sur cinq ans pour le S&P 500 se situe à 73 %.

optimistes : sur les 70 prévisions publiées au 20 novembre 2020, 31 indiquent une hausse de la profitabilité, 26 sont inchangées et seulement 13 laissent présager une baisse du BPA.

Graphique 4.6 : Le consensus quant aux bénéfices par action (BPA) de l'Euro stoxx 600 (gauche) et du S&P 500 (droite) indique une amélioration de la profitabilité en 2021
x : date de la prévision / y : prévision de la croissance du BPA trimestriel en glissement annuel



Sources: Bloomberg. Calculs Banque de France
 Dernier point : 25 décembre 2020

Quelles qu'en soient les causes sous-jacentes, ces surprises à la hausse ont incité les analystes de marché à revoir leurs prévisions de profitabilité pour les prochains trimestres. Le consensus de marché prévoit désormais que le BPA de l'Euro Stoxx 600 ralentira sa baisse sur un an au quatrième trimestre avant de croître à nouveau en 2021 (cf. graphique 4.6).

Une dynamique similaire devrait s'opérer aux États-Unis même si l'actuelle recrudescence de l'épidémie dans de nombreux États américains appelle à davantage de prudence.

Il est important de souligner que les entreprises constituant les grands indices boursiers sont traditionnellement peu représentatives de la bonne santé du tissu économique car elles sont mieux armées en raison de leur taille et de leur envergure internationale pour répondre aux difficultés posées par des chocs économiques. Cela étant, la meilleure performance des entreprises américaines au troisième trimestre trouve son pendant dans les chiffres conjoncturels.

La vigueur de la reprise de l'économie américaine dès la fin du printemps a ainsi surpris nombre d'analystes (graphique 4.7).

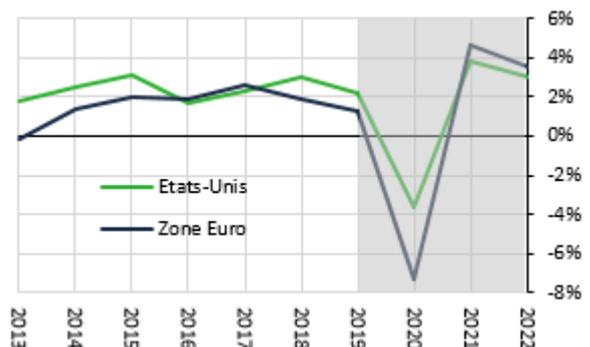
Il faut attendre la fin de l'été pour entrevoir un décalage similaire en zone euro entre le consensus de marché et les chiffres conjoncturels effectivement publiés (graphique 4.8). En outre, en Asie, la reprise de l'économie chinoise apparaît également tonique.

Graphique 4.7 : La vigueur de la reprise américaine a surpris les analystes
x : axe temporel / y : écart entre les anticipations des prévisionnistes et les données conjoncturelles effectivement publiées (normalisé et agrégé)



Source : Bloomberg. Calculs Banque de France
 Dernier point : 30 décembre 2020

Graphique 4.8 : L'économie américaine devrait être moins affectée par la pandémie que celle de la zone euro
x : axe temporel / y : croissance du PIB réel en glissement annuel (prévisions à partir de 2020)



Source : Bloomberg. Calculs Banque de France
 Note : en trait les prévisions à partir de 2020

4.2 Divergences sectorielles et géographiques, et rôle des fonds d'investissement

Le niveau de taux d'intérêt, actuellement historiquement bas, explique en partie le niveau élevé des valorisations

L'action des banques centrales contribue à abaisser le niveau des taux d'intérêt, et à comprimer les primes de risque. Or, un facteur de rationalisation réside dans l'environnement de taux bas actuel : la valorisation des actions peut se voir comme les résultats anticipés, actualisés à des taux toujours plus faibles (voire négatifs). Si les taux d'intérêt sont bas, l'actualisation des résultats anticipés soutient un niveau de valorisation élevé.

Ce phénomène bénéficie en particulier au secteur des technologies de l'information dans la mesure où les actions orientées croissance (*growth stocks*) ont, par définition, des flux très éloignés dans le temps. Or, sans retarification du risque ni évolution des anticipations de résultats, l'environnement de taux bas ancrés pour durer (*lower for longer*) soutiendra la valorisation.

Ainsi, si les *price earnings ratio* (PER) aux États-Unis et en France sont élevés, ils sont à comparer aux différentes variables macroéconomiques dont ils dépendent, notamment des taux d'intérêt réels dont le niveau demeure historiquement bas.

À l'aide du modèle de Gordon-Shapiro (GS, 1956) et des travaux d'Antonio Fatas (2018), en comparant les rendements sur les marchés actions avec les rendements sur les marchés obligataires, il est possible d'obtenir un indicateur de sous/sur-valorisation des marchés actions. Cet indicateur de rendement relatif (IRR) sera élevé si les anticipations de croissance des investisseurs le sont également, et/ou si la prime de risque qu'ils requièrent est faible¹⁰². Autrement dit, l'IRR tendra à être élevé dans les périodes de bulles spéculatives sur les marchés actions.

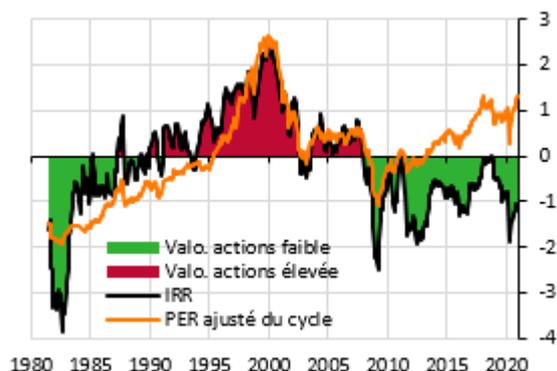
L'IRR capte bien les périodes de fièvre boursière des années 1987 et 1990-2000 (cf graphique 4.9). En revanche, pour la période récente, si le PER ajusté du cycle (*cyclically-adjusted price-earnings* – CAPE) envoie un signal de surévaluation, l'IRR indique au contraire que les valorisations restent faibles. Ainsi, alors que le marché action suivait une dynamique haussière indépendante lors de la « bulle Internet » des années 1990, aujourd'hui les fortes valorisations sur le marché action vont de pair avec celles observables sur le marché obligataire (souverain et *corporate IG*).

Depuis la crise financière de 2008, la hausse des cours boursiers ne semble pas liée à une forme « d'exubérance irrationnelle » (cf. graphique 4.10), d'autant plus que le rebond de mars 2020 a été moins marqué en France qu'aux États-Unis.

En utilisant les prévisions de croissance à long terme du FMI à la manière de Fatas (2018), il est possible de décomposer l'IRR¹⁰³ et ainsi d'analyser les différentes contributions à l'évolution du PER corrigé du cycle depuis l'éclatement de la pandémie. La chute des ratios de valorisation en mars est principalement liée à l'augmentation de la prime de risque. En revanche, le rebond perceptible depuis mars est notamment dû à l'impact positif de la baisse des taux sans risque. L'indice boursier européen n'échappe pas à ce constat.

Graphique 4.9 : Indicateur de rendement relatif (IRR) sur le marché boursier américain

x : axe temporel / y : indices centrés réduits



Sources : Datastream, site de Robert Shiller, Fed Saint Louis & Philadelphia. Calculs Banque de France.

Note : $IRR = (\text{Taux sans risque}) - (E/P)$. Selon la formule de GS, $IRR = (\text{Anticipations de croissance}) - (\text{Prime de risque})$. L'indicateur est normalisé de sorte qu'il soit centré autour de 0, les aires vertes/rouges indiquent donc si l'IRR est inférieur/supérieur à sa moyenne de long terme et par conséquent une sous/sur-valorisation relative du marché action. Dernier point : Décembre 2020.

¹⁰² Voir <https://blocnotesdeleco.banque-france.fr/billet-de-blog/quelles-sont-les-sources-de-la-forte-valorisation-des-marches-dactions>

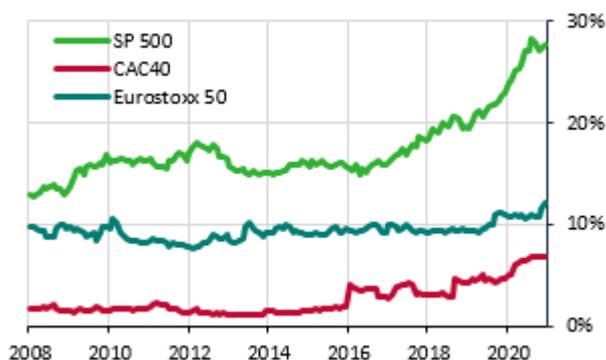
¹⁰³ En effet, dans la mesure où théoriquement l'IRR est égal à la différence entre les anticipations de croissance et la prime de risque sur les marchés action, soustraire l'IRR d'un proxy des anticipations de croissance revient à estimer la prime de risque

Ces niveaux de valorisation recouvrent de fortes divergences sectorielles et géographiques

Le poids du secteur technologique joue un rôle essentiel dans la valorisation des indices boursiers

Graphique 4.10 : Evolution de la part du secteur technologique dans les indices

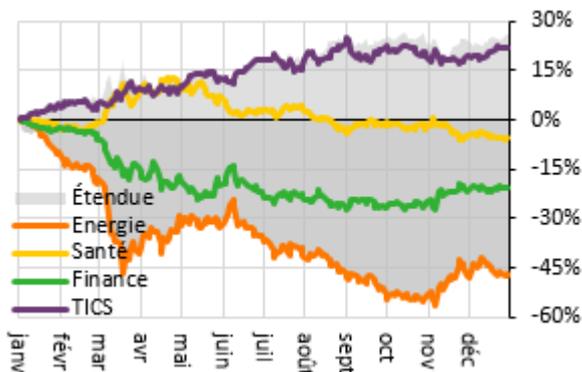
x : axe temporel / y : pourcentage



Sources : Datastream. Calculs Banque de France
Dernier point : Décembre 2020.

Graphique 4.11 : Surperformance des secteurs contre l'indice MSCI USA

x : axe temporel / y : surperformance annuelle en pourcentage



Sources : Bloomberg. Calculs Banque de France

Note : Le graphique représente la surperformance d'un secteur donné contre son indice de référence. Une surperformance de 10% au 1^{er} novembre signifie que le secteur a réalisé une performance depuis le début d'année de 10% supérieure à celle de l'indice.

MSCI USA pour indice action Morgan Stanley Capital International, TICS pour services de technologie, information et communication
Dernier point : 30 décembre 2020.

Une explication additionnelle permettant de rationaliser le rebond des marchés actions aux États-Unis réside dans le poids représenté par le secteur technologique au sein des indices américains (cf. graphique 4.9). Les entreprises du numérique ont, de par leur *business model*, particulièrement bénéficié des politiques de confinement en comparaison des secteurs d'activité traditionnels.

Par ailleurs ces entreprises sont très sensibles aux variations de taux longs¹⁰⁴, et ont donc ainsi bénéficié de la baisse des taux d'intérêt réels américains décrite précédemment. Le secteur des technologies de l'information représente en octobre 2020 27% de la capitalisation du S&P 500 contre seulement 7% de celle du CAC 40, expliquant en partie la divergence entre ces deux indices (cf. graphique 4.10).

Par ailleurs, ce phénomène s'auto-amplifie en raison de la structure des indices, dont le poids des secteurs dépend de la valorisation boursière : la baisse des taux sans risque conduit à une valorisation accrue du secteur technologique ; en conséquence, le poids du secteur dans l'indice augmente, rendant ce dernier plus sensible à la valorisation des actions GAAPs¹⁰⁵ en cas de baisse des taux.

En outre, certains secteurs, surpondérés au sein des indices actions européennes, ont enregistré des contre-performances particulièrement marquées en 2020. C'est notamment le cas du secteur financier, incluant les banques, dont le poids dans le MSCI Europe à fin novembre s'élève à 15,7 % contre 10,4 % pour le S&P 500.

¹⁰⁴ Les entreprises du numérique sont souvent celles qui ont les horizons de dividendes anticipés les plus élevés, ce qui leur permet de bénéficier des baisses de taux d'intérêt.

¹⁰⁵ Google, Apple, Amazon, Facebook, Microsoft

La compression des primes de risque peut être amplifiée par les flux dans les fonds d'investissement

Les fonds actions et obligataires des marchés développés ont observé une collecte nette en 2020, malgré un profil heurté par la pandémie

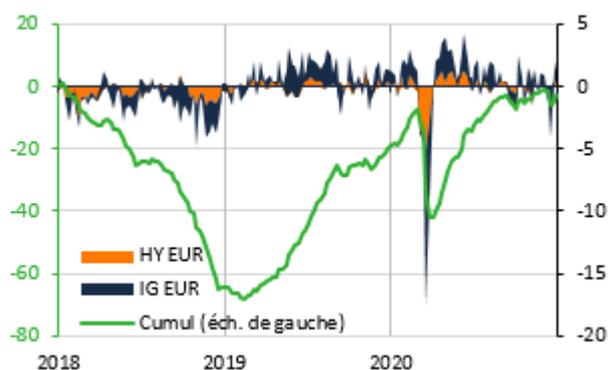
L'évolution des actifs sous gestion du secteur non-bancaire peut contribuer au resserrement des spreads obligataires. Il permet également d'évaluer le positionnement des investisseurs dans le contexte d'incertitude actuelle.

Alors que la tendance aux collectes nettes observée depuis mi-2019 se poursuivait début 2020, le mois de mars, correspondant au pic de la pandémie et aux mesures de confinement, a été caractérisé par de très fortes sorties de capitaux sur les fonds actions et obligataires libellés en euros, en particulier les fonds investis en titres *corporate*. Cependant, les flux sont redevenus entrants à partir d'avril/mai en lien avec les mesures budgétaires et monétaires de soutien à l'économie, ainsi que la reprise de l'activité économique qui a suivi l'assouplissement des mesures de restriction sanitaire. Au sein des marchés développés, les fonds obligataires à destination des États-Unis sont principalement à l'origine des entrées de capitaux.

Marché obligataire : les fonds investis en titres de notation investment grade (IG) en euros résistent mieux que leurs équivalents investis en titres de notation spéculative (HY)

Graphique 4.12 : Variation hebdomadaire des flux sur les fonds HY et IG EUR et cumul depuis 2018

x : axe temporel / y[gauche] : équivalent milliards de dollars / y[droite] : équivalent milliards de dollars, cumulé depuis 2018



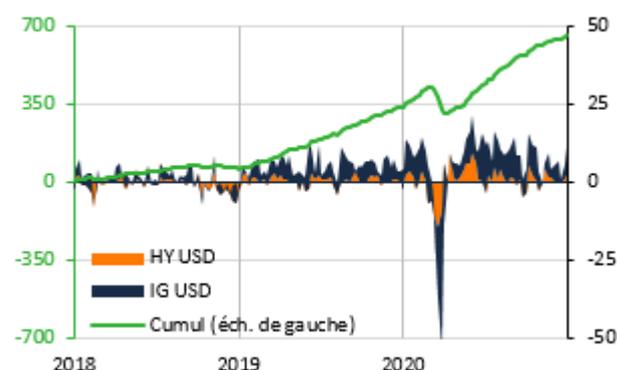
Sources : EPFR. Calculs Banque de France

Note : IG pour Investment Grade, HY pour High Yield.

Dernier point : 30 décembre 2020.

Graphique 4.13 : Variation hebdomadaire des flux sur fonds HY et IG USD et cumul depuis 2018

x : axe temporel / y[gauche] : milliards de dollars / y[droite] : milliards de dollars, cumulé depuis 2018



Sources : EPFR. Calculs Banque de France

Note : IG pour Investment Grade, HY pour High Yield

Dernier point : 30 décembre 2020.

Le suivi des flux d'investissements vers les marchés obligataires constitue un bon indicateur de l'appétit pour le risque des investisseurs. Les fonds obligations ont connu de fortes décollectes au pic de la crise en mars 2020, en particulier les fonds en euros¹⁰⁶ (cf. graphique 4.12). Dans le sillage de la compression des spreads obligataires, le regain d'appétit pour le risque est particulièrement visible sur les fonds du marché crédit. Ainsi, les fonds d'obligations IG en euros affichent une collecte de 23,6 milliards de dollars depuis le début de l'année au détriment des fonds HY dans un contexte de *flight to quality*¹⁰⁷. Ce mouvement est d'autant plus marqué sur les fonds IG en dollars, et dans une moindre mesure sur les fonds HY en dollars, qui ont une collecte nette positive à fin novembre, après avoir vu des mouvements de décollecte durant les événements de mars¹⁰⁸. La collecte sur les fonds crédit en dollars a toutefois ralenti fin octobre dans le sillage de l'élection présidentielle (cf. graphique 4.13).

¹⁰⁶ -15 milliards USD en mars sur les fonds HY libellés en EUR et -19 milliards USD sur les fonds IG libellés en EUR.

¹⁰⁷ Les fonds HY EUR affichent une décollecte sur l'année de 5 milliards USD annulant la collecte nette sur l'année 2019.

¹⁰⁸ +264 milliards USD depuis le début de l'année 2020 après +233 milliards USD en 2019 pour les fonds HY USD ; pour les fonds IG USD : +23,7 milliards USD depuis le début d'année 2020 par rapport à +12 milliards USD en 2019

4.3 Les dégradations d'entreprises s'opèrent à un rythme soutenu, contribuant à augmenter sensiblement la dette des sociétés non financières de catégorie spéculative

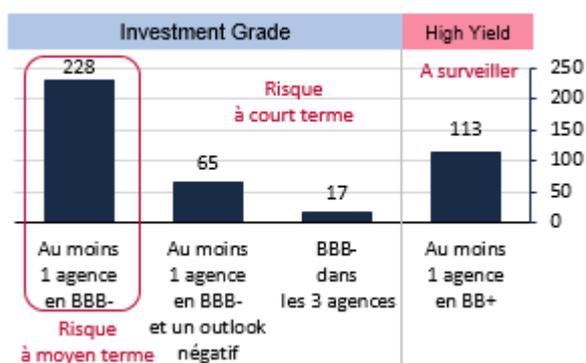
Le choc sur les résultats a pu détériorer la situation de certaines entreprises endettées amenant les agences de notation à réévaluer leur risque de crédit. Le rythme actuel des dégradations apparaît supérieur aux périodes antérieures à l'exception du début de la crise de la dette souveraine en 2012¹⁰⁹.

Le ralentissement du cycle économique survient dans un contexte de volumes importants de dette notée BBB (cf. graphique 4.14), ce qui conduit, du fait des dégradations de notation de crédit, à une augmentation significative des « anges déchus », ou *fallen angels*¹¹⁰. Au 6 novembre 2020, une quinzaine d'entreprises en zone euro ont été dégradées de la catégorie la plus sûre (*investment grade*), à la catégorie spéculative (*high yield*), par au moins l'une des grandes agences de notation (Fitch, Moody's, Standard & Poor's)¹¹¹. Cela représente un montant de dette d'environ 35 milliards d'euros, couvrant principalement trois pays, l'Italie (34 %), la France (29 %) et l'Allemagne (22 %) et réparti pour la moitié sur seulement quatre émetteurs. Le secteur de la consommation discrétionnaire représente environ la moitié des *fallen angels* (51 %), suivi par l'industrie (31 %). La plupart des dégradations ont eu lieu entre début mars et mi-août 2020, suite au déclenchement de la crise sanitaire, avec une accélération observée au cours de l'été.

Le nombre de *fallen angels* semble s'être stabilisé à l'automne, en dépit de la seconde vague de contaminations depuis mi-octobre en Europe. L'ampleur, encore incertaine, de l'impact de la reprise de l'épidémie sur l'économie pourrait relancer une vague de *fallen angels* qui augmenterait alors sensiblement le volume de la dette d'entreprises notées BB+ par au moins une agence, qui s'élève à un peu plus de 110 milliards d'euros (cf. graphique 4.14). À court terme, le risque immédiat porte sur les émetteurs les moins bien notés de la catégorie *investment grade*, soit un volume de dette pour la zone euro compris entre 17 milliards d'euros (notation BBB- par les trois agences) et 65 milliards (notation "BBB-, outlook négatif" par au moins une agence). À moyen terme le risque pour la zone euro peut être mesuré au regard du volume de dette noté par au moins une des grandes agences de notation au seuil BBB- (dernier cran de notation avant la catégorie spéculative) s'élevant à environ 230 milliards d'euros.

Graphique 4.14 : Répartition de la dette de sociétés non financières de la zone euro notées BBB ou *high yield*

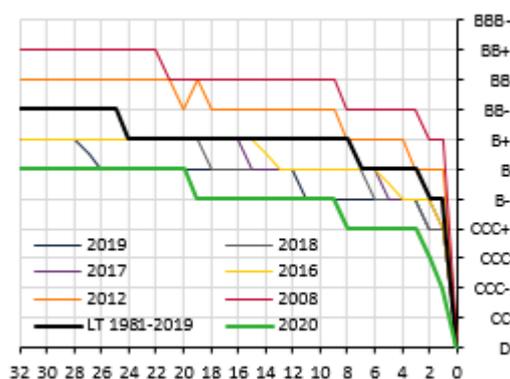
x : Notation / y : milliards d'euros



Source : Bloomberg. Calculs Banque de France
Données : 30 novembre 2020

Graphique 4.15 : Path to Default des entreprises notées par S&P
Périmètre : Monde.

x : Nombre de mois avant le défaut / y : Notation S&P



Sources : S&P, Eikon, calculs Banque de France

Note : Le graphique représente le Path to Default pour les entreprises notées par S&P, à savoir la notation médiane les mois précédant le défaut des entreprises ayant fait faillite lors d'une année donnée. La moyenne de long terme des Paths to Default est également représentée.
Dernier point pour le Path to Default 2020 : Octobre 2020.

¹⁰⁹ Le volume des révisions à cette période s'explique par la dégradation de la dette d'état français affectant les entreprises françaises en raison de la règle tacite impliquant qu'une entreprise ne peut pas avoir une meilleure notation que son souverain. La notation souveraine française a été dégradée en janvier 2012 et juillet 2013

¹¹⁰ Est considérée ange déchus ou *fallen angel* une entreprise dont l'abaissement de la notation par une agence la fait passer d'une notation IG vers HY.

¹¹¹ A l'inverse des titres de notation supérieure ou égale à BBB- (*investment grade*), les titres catégorisés comme spéculatifs, de notation inférieure ou égale à BB+ (*high yield*) ont une probabilité de défaut non nulle à un an.

Compte tenu de ces volumes, toute bascule significative entraînerait une forte hausse du volume de dette *high yield*, et tout particulièrement du volume de dette notée BB+. Cela soulève la question de la capacité du marché à absorber un tel afflux de dette.

Ainsi, dans une perspective de stabilité financière, il convient de s'interroger non seulement sur le rythme actuel des dégradations, mais également sur la pertinence de la notation d'entreprises ayant finalement fait faillite et son caractère suffisamment informatif pour les investisseurs. Or il est possible d'évaluer rétrospectivement si les notations sont suffisamment prédictives et permettent d'avoir un suivi du risque de crédit en cas d'événement extrême, à partir des données statistiques communiquées par les agences de notation.

Pour ce faire, il est courant d'analyser les *paths to default* des agences de notation¹¹² (cf. graphique 4.15). Cette méthode consiste à calculer, pour les entreprises ayant fait défaut uniquement, la notation médiane pour les mois précédant leur faillite. Plus les entreprises défailtantes ont été bien notées ex ante, plus leur Path to Default est élevé sur le graphique 4.15, avant de chuter pour atteindre la note « D » ou « SD » correspondant au défaut pour S&P. Une telle analyse nous indique que le *path to default* le plus élevé concerne l'année 2008 : les agences de notation avaient alors octroyé de bonnes notations à des entreprises qui in fine avaient été défailtantes. En revanche, il est notable que de 2008 à 2019 les *paths to default* sont orientés à la baisse. Cette tendance se confirme pour 2020 ce qui laisse supposer que les défauts ont été relativement bien anticipés pour l'année 2020, y compris pour la période de la Covid-19, à la différence de ce qui s'était produit lors de la crise de 2008. Ce résultat est néanmoins à mettre au regard des mesures juridiques et économiques qui ont eu pour tendance de limiter voire décaler les défauts. Il ne peut être exclu qu'un certain nombre d'entreprises n'aient pas déposé le bilan techniquement en raison de la suspension de l'enregistrement des défauts pour un grand nombre d'entreprises, bien qu'elles se soient trouvées dans des situations fragiles.

4.4 Le niveau élevé de valorisation des actifs peut amplifier l'impact des chocs sur la stabilité financière

Le maintien d'importantes incertitudes à court terme : Brexit, situation sanitaire, risques d'instabilité dans les pays émergents...

Par ailleurs, des facteurs de volatilité à court terme, en plus des évolutions liées à la situation sanitaire, restent présents. À l'approche des élections américaines, la volatilité des marchés actions s'est tendue, en particulier sur la structure à terme de la volatilité implicite des options, la situation se normalisant toutefois au lendemain des élections américaines.

L'évolution des négociations du Brexit (cf. encadré 4.1) peut également amplifier les tensions sur les marchés, bien que ces derniers intègrent déjà un scénario défavorable basé sur l'absence d'un accord commercial. Enfin, la crise de la Covid-19 met en exergue les fragilités de certains pays émergents, et le rôle prééminent de la Chine.

L'impact de nouveaux chocs exogènes serait d'autant plus élevé que le sujet de la soutenabilité de l'endettement (privé et public) est une source d'instabilité à moyen terme.

Encadré 4.1: Enjeux réglementaires liés au Brexit

Les autorités françaises se sont très tôt préparées au risque d'une absence d'accord entre l'Union Européenne (UE) et le Royaume-Uni sur leur relation future ou d'un accord *a minima*, au même titre qu'à l'absence de décisions d'équivalence pour ce qui concerne spécifiquement les services financiers, domaine situé hors du champ des négociations strictement commerciales. **L'accord de sortie négocié fin décembre n'a donc pas d'incidence sur les relations qui régissent les services financiers et conserve donc toute leur pertinence aux principales mesures de contingence permettant de faire face aux risques de non-continuité liés au Brexit,**

¹¹² Les agences de notation sont règlementées en Europe par le règlement (CE) n°1060/2009 du Parlement européen et Conseil du 16 septembre 2009.

adoptées tant au sein de l'Union qu'en France avec la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises, dite « loi PACTE », complétée par l'Ordonnance n° 2020-1595 du 16 décembre 2020 tirant les conséquences du retrait du Royaume-Uni de l'UE en matière d'assurances, de placements collectifs et de plans d'épargne en actions. **En conséquence, le secteur financier français apparaît prêt alors que s'amorce la fin de la période de transition** prévue par l'accord de sortie, qui interviendra le 1^{er} janvier 2021.

L'adoption de ces mesures de contingence, essentielles à court terme, n'écarte toutefois pas une nécessaire adaptation du fonctionnement des marchés financiers à moyen terme, pour tenir compte de la nouvelle réalité du Royaume-Uni devenu pays tiers à l'UE.

Le principal enjeu de stabilité financière lié au Brexit concerne tout particulièrement **la nécessaire relocalisation des activités de compensation en euros dans l'UE à 27**. À cet égard, les risques de stabilité financière de court terme, liés au fort degré de dépendance des acteurs financiers européens à ces chambres de compensation, ont été écartés par la décision d'équivalence avec la législation de l'UE des règles britanniques prudentielles relatives aux chambres centrales de compensation, octroyée le 21 septembre 2020 par la Commission européenne pour une durée de dix-huit mois valable à compter du 1^{er} janvier 2021. Cette décision a été complétée, le 28 septembre 2020, par la reconnaissance par l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF) des trois chambres de compensation agréées au Royaume-Uni qui avait sollicité cette dernière en vue de poursuivre leurs activités.

Pour autant, à moyen terme, le maintien d'activités de compensation en euro au sein d'entités systémiques qui ne seraient plus situées dans les frontières de l'UE à 27 demeure une préoccupation en matière de stabilité financière. Aussi, cette décision d'équivalence s'accompagne d'un appel de la Commission aux acteurs européens, notamment relayé par l'AEMF, à réduire volontairement leurs expositions aux CCP britanniques dans le temps imparti avant son expiration. En parallèle, l'AEMF lancera, courant 2021, le processus prévu par le règlement EMIR (article 25 (2c)) permettant d'aboutir à la relocalisation de certains segments d'activité.

La présence au Royaume-Uni d'activités de compensation associées à des risques potentiellement systémiques pour l'Union européenne nécessite un redéploiement de celles-ci au sein de l'UE. En effet, ces risques de stabilité financière peuvent se matérialiser par de multiples canaux. Tout d'abord, les pouvoirs de supervision directe de l'AEMF sur les CCP de pays tiers sont en pratique limités, or il existe un risque de divergence réglementaire du Royaume-Uni par rapport au cadre européen, les CCP britanniques pourraient ainsi se voir appliquer des standards moins exigeants que ceux de l'UE via le mécanisme de « conformité comparable » qui les exempterait de plusieurs exigences quantitatives, notamment sur le calibrage des marges. Ensuite, en temps de crise, les CCP britanniques pourraient prendre des décisions préjudiciables à la stabilité financière de l'UE (augmentation soudaine des marges ou des décotes sur le collatéral en euro en réponse à une situation de stress de marché, qui aurait un effet pro-cyclique sur les coûts de financement des États concernés sans toucher l'économie britannique). Enfin, une éventuelle faillite de ces CCP, compte tenu de leur caractère systémique, aurait des répercussions sur l'ensemble du système financier de l'UE. La matérialisation de ces risques pourrait contraindre l'Eurosystème à fournir de la liquidité en euro pour juguler la crise, sans avoir de prise sur l'emploi des ressources de ces CCP ni sur leurs pratiques de gestion de risque.

5. L'immobilier commercial, un secteur vulnérable face aux conséquences de la crise sanitaire

Ces dernières années, l'immobilier commercial constituait une classe d'actif en nette progression, offrant une rémunération relativement élevée dans un contexte de taux bas, même si des hétérogénéités pouvaient être relevées entre les différents segments (bureaux, commerce, locaux industriels). L'année 2019 a vu s'établir un montant record de transactions en France avec plus de 40 milliards d'euros échangés, associé à une hausse des prix (+ 4,4 % sur l'année). Bien avant la crise sanitaire, ce dynamisme avait alerté les autorités quant à un risque de correction des prix, amenant le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) à se saisir du sujet.

Les tests de résistance pilotés par le HCSF en 2017, ne mettaient pas en évidence de risque de nature systémique en cas de choc prononcé sur la valeur des actifs, l'exposition du secteur financier à ce marché restant contenue. Néanmoins, un retournement sur ce marché, lié à une dégradation des perspectives macroéconomiques pourrait engendrer des effets de redistribution importants entre locataires, détenteurs de biens et créiteurs.

L'immobilier commercial apparaît donc comme un secteur particulièrement vulnérable face à la crise sanitaire. Il subit les effets directs de la baisse de l'activité économique puisque les loyers constituent un poste de coût important que les entreprises peuvent chercher à ajuster. Et surtout, la demande à terme pour ces biens pourrait être radicalement revue du fait de l'introduction du télétravail et de l'accélération du commerce en ligne. Si ce marché n'est pas suffisamment large - pris isolément - pour mettre à lui-seul en difficulté les institutions financières, il pourrait néanmoins contribuer, parmi d'autres facteurs, à fragiliser leurs bilans et à limiter leurs capacités de financement de l'économie.

La première section de ce chapitre revient tout d'abord sur l'importance de ce marché pour la stabilité financière et ses dynamiques en amont de la crise. La deuxième section discute de l'effet d'un retournement du marché de l'immobilier commercial sur les institutions financières et les entreprises.

5.1 L'immobilier commercial : un enjeu structurel de la stabilité financière ?

Qu'est-ce que l'immobilier commercial ?

L'immobilier commercial recoupe des typologies d'investissements différentes selon la définition retenue¹¹³.

- Au niveau le plus restrictif, il correspond à l'immobilier de rendement, c'est-à-dire à tout bien détenu par un intermédiaire financier dans le cadre d'une activité économique. En France, ces intermédiaires sont typiquement des sociétés foncières, des fonds d'investissement dédiés (organisme de placement collectif en immobilier - OPCI ou société civile de placement immobilier - SCPI) ou des assureurs, qui peuvent détenir des biens à usage professionnel (bureaux, commerces, entrepôts) ou résidentiel. La valeur totale de ces biens intermédiés est estimée à près de 400 milliards d'euros en France en 2019¹¹⁴.
- Plus largement, l'immobilier commercial comprend tous les biens immobiliers à l'exclusion des biens résidentiels détenus par les ménages pour usage propre ou investissement locatif. Cette définition large englobe ainsi l'ensemble des biens immobiliers auto-détenus par les entreprises, qui peuvent jouer un rôle clé dans leur capacité de financement et répondent économiquement à la même demande d'usage que les biens de rendement. En utilisant les données de la comptabilité nationale, tous ces biens représentent environ 4 000 milliards d'euros¹¹⁵ en France.

L'immobilier commercial constitue une classe d'actifs de biens imparfaitement substituables, avec des dynamiques de marchés très hétérogènes. Ainsi, la demande pour des entrepôts de périphérie urbaine sera

¹¹³ Au niveau institutionnel, la définition la plus restrictive était retenue par l'ESRB dans sa recommandation ESRB/2016/14 : https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2016/ESRB_2016_14.en.pdf. En 2019, l'ESRB a publié une recommandation actualisée, la recommandation ESRB/2019/3, correspondant à la définition large :

https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation190819_ESRB_2019-3~6690e1fbd3.en.pdf

¹¹⁴ « Real Estate Market Size 2019 », publié par MSCI en juin 2019.

¹¹⁵ Ce chiffre correspond à la somme des logements, bâtiments non résidentiels et terrains les supportant à l'actif des Sociétés Non Financières (S11), Sociétés Financières (S12) et Administrations publiques (S13) dans les comptes de patrimoine 2019.

probablement en opposition de phase avec celle pour les locaux commerciaux de centre-ville, et ces biens seront très peu substituables. A contrario, un bureau situé dans le « triangle d'or » à Paris pourrait théoriquement être reconverti pour un usage résidentiel si la demande relative l'incitait, en dépit des frictions réglementaires importantes. L'analyse des transactions permet de mesurer la part relative des différents segments et des disparités géographiques. En 2019, le segment des bureaux représentait ainsi un peu plus de 60% des transactions, tandis que 70% de ces dernières concernaient des biens en Île-de-France¹¹⁶.

Encadré 5.1 : Évaluer le niveau des prix de l'immobilier commercial à partir du pouvoir d'achat des entreprises

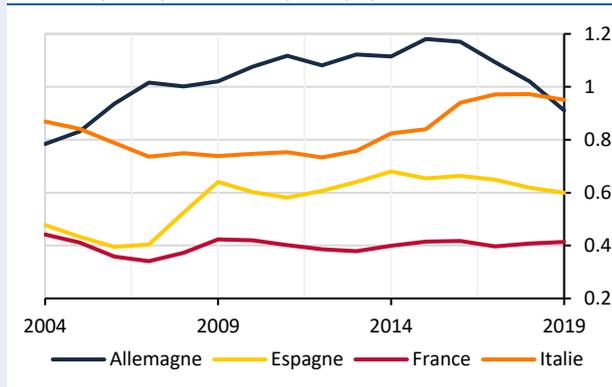
Une manière d'analyser le niveau des prix est de le mettre en regard de l'évolution de la valeur ajoutée créée par les entreprises. En adaptant une méthode éprouvée pour l'analyse de l'immobilier résidentiel, on peut étudier l'évolution du pouvoir d'achat immobilier des entreprises¹¹⁷ : combien de mètres carrés seraient-elles capables d'acquérir par employé ? Le pouvoir d'achat immobilier des entreprises en mètre carré par employé S_t est ainsi calculé à partir de leur revenu disponible brut par employé RDB_t , de leur taux d'emprunt τ_t , des prix au mètre carré des bureaux P_t , de leur taux d'effort E_t et enfin de la maturité des prêts M utilisés¹¹⁸:

$$S_t = \frac{RDB_t * [1 - (1 + \tau_t)^{-M}] * E_t}{\tau_t * P_t}$$

Ce calcul présente deux limites par rapport au calcul analogue généralement effectué pour les ménages. D'une part, l'utilisation d'immobilier constitue une consommation intermédiaire pour les entreprises, tandis qu'elle représente une consommation finale pour les ménages. Par conséquent, si la fraction d'entreprises locataires augmentait, leur revenu disponible brut baisserait avec leurs besoins d'investissement immobilier. Ce calcul présuppose donc que la fraction d'entreprises locataires est stable, ou évolue similairement entre pays si on s'attache aux comparaisons. Ensuite, la population employée ne peut pas être directement comparée au revenu disponible brut des entreprises puisque les entrepreneurs individuels sont inclus dans les comptes des ménages en comptabilité nationale. L'analyse reste de ce fait sommaire, et suppose donc que la part de l'emploi au sein des SNF est constante au cours du temps.

Graphique 5.1 : évolution du pouvoir d'achat de bureaux des entreprises par pays

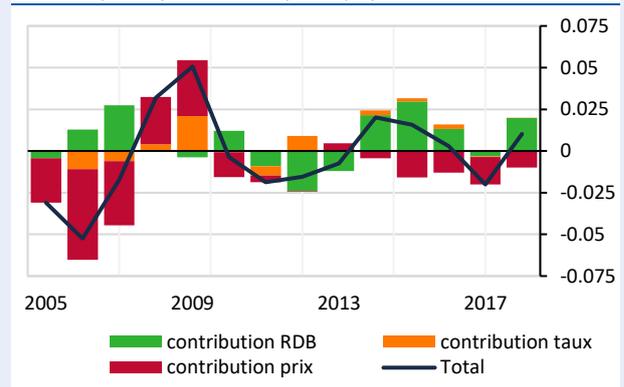
x : axe temporel / y : mètre carré par employé



Source : OCDE, MSCI, BCE, calculs Banque de France

Graphique 5.2 : décomposition de l'évolution par facteur pour la France

x : axe temporel / y : mètre carré par employé



Source : OCDE, MSCI, BCE, calculs Banque de France

¹¹⁶ « At a Glance – Investissement en France, T4 2019 » publié par BNP Paribas Real Estate.

¹¹⁷ « Détecter autrement les tensions sur le marché de l'immobilier résidentiel », par Lalliard (A.), Bulletin de la Banque de France n°210, mars-avril 2017.

¹¹⁸ Ces deux derniers paramètres sont calibrés respectivement à 25 % et quatre ans à partir des résultats de l'enquête réalisée auprès des professionnels de l'immobilier par l'ACPR, en supposant que les entreprises auraient accès à des conditions de financement analogues à celles des intermédiaires financiers si elles voulaient acquérir les locaux qu'elles utilisent.

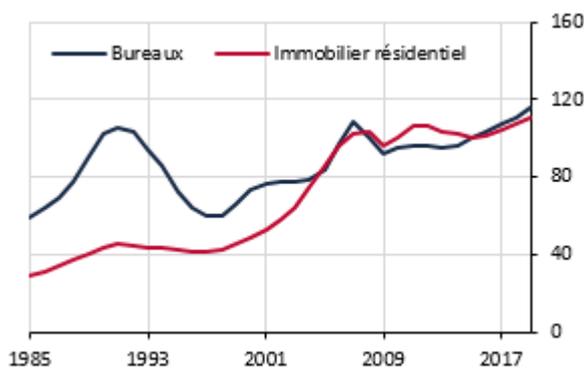
Les résultats de l'exercice sont présentés dans les graphiques 5.1 et 5.2 : le pouvoir d'achat des entreprises françaises est resté relativement stable autour de 0,4 mètre carré par employé. Une entreprise moyenne pourrait ainsi augmenter sa détention de surface par employé d'environ 2 % sur une année, en utilisant une détention moyenne d'immobilier par employé de 25 mètres carrés¹¹⁹. Ce pouvoir d'achat semble structurellement plus faible que dans les pays voisins, en lien avec le niveau du prix des bureaux en France qui s'établit à 8 000 euros/m², contre seulement 4 300 euros/m² en Allemagne, reflétant la concentration beaucoup plus forte du marché français.

Un secteur cyclique

Le marché de l'immobilier commercial se caractérise par une forte cyclicité, à l'image de la crise du début des années 1990 (cf. graphique 5.3). L'immobilier commercial a notamment été identifié comme un prédicteur important des défauts bancaires aux États-Unis en 2008¹²⁰. La cyclicité de ce marché provient de trois facteurs susceptibles d'opérer dans le contexte de la Covid-19. Premièrement, la valeur de ces biens dépend de la demande d'investissement qui varie avec les conditions financières (taux, prime de risque) qui fluctuent dans le temps. Ensuite, la demande locative dépend de l'activité économique et peut même se sur-ajuster face à des chocs économiques dans la mesure où les loyers constituent un coût relativement variable : les locataires ont la possibilité de rompre leur contrat tous les trois ans dans le cadre d'un bail commercial classique. Cette flexibilité permet aux entreprises d'ajuster plus facilement leur structure de coûts en cas de crise, mais fait porter un risque procyclique aux bailleurs. Enfin, l'offre ne peut s'ajuster que lentement aux variations de demande à travers la construction. Ce décalage entre les mises en chantier et les livraisons peut amplifier les cycles, avec une construction excessive dans les phases d'accélération conduisant à un excès de surface mise sur le marché au moment où l'activité ralentit.

Graphique 5.3 : évolution relative des prix des bureaux et de l'immobilier résidentiel en France

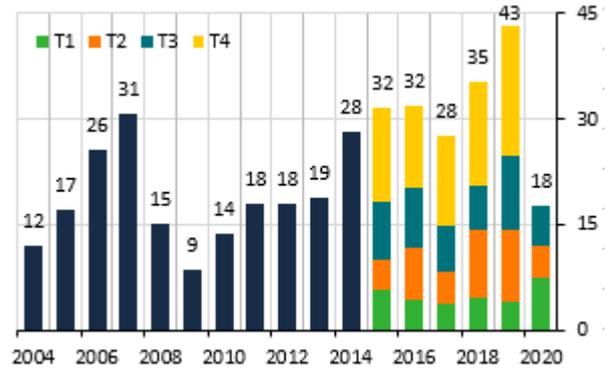
X : année / y : indice 100 = 2015



Source : MSCI, OCDE.

Graphique 5.4 : volume de transactions sur le marché de l'immobilier commercial (bureaux, commerce, logistique et activité, services)

x : année / y : milliards d'euros



Source : BNP Paribas Real Estate

Des vulnérabilités préexistantes

Les dynamiques d'investissement en immobilier de rendement ont engendré des vulnérabilités en amont de la crise sanitaire. Dans un contexte de taux bas, ces biens offraient un couple rendement-risque relativement attractif qui suscitait l'engouement des investisseurs. Ainsi, 2019 a été une année de records absolus de transactions en France avec plus de 40 milliards d'euros échangés (cf. graphique 5.4). Ce dynamisme s'est accompagné d'une hausse des prix (+ 4,4 % en 2019), reflétant la compression des rentabilités locatives attendues : ces dernières ont baissé de 2 à 3 points de pourcentage (pp) selon les segments en une décennie, pour atteindre 4 % sur l'ensemble de l'immobilier de rendement à fin 2019.

¹¹⁹ « Macroéconomie du télétravail », par A. Bergeaud et S. Ray, Bulletin de la Banque de France n°231/2, septembre-octobre 2020.

¹²⁰ « Commercial Bank Failures during the Great Recession: The Real (Estate) Story », par Antoniadès (A.), BIS Working Paper n°530, 2015.

Ce dynamisme a donc alerté les autorités sur un risque de correction des prix, bien en amont de la crise sanitaire. Le segment des bureaux, représentant l'essentiel du marché, semblait particulièrement vulnérable face à un resserrement des conditions financières. Marché concentré dans les centres urbains mondiaux, le bureau est un produit relativement liquide, privilégié par une base d'investisseurs mondialisée à la recherche de rendement, et à ce titre objet de flux de capitaux plus volatiles. Le problème n'était pas tant une surévaluation des prix que le risque de leur correction en cas de remontée des taux¹²¹. En effet, les prix des bureaux ont plutôt évolué en phase avec les revenus des entreprises (cf. encadré 5.1). Cependant, une hausse des taux se traduirait mécaniquement par une baisse des valorisations en rendant plus attractives les opportunités d'investissement alternatives en produits de taux. Dans ce contexte, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) a été amené à conduire des exercices de sensibilité transversaux, et à communiquer de manière accrue avec les différents acteurs¹²². La crise sanitaire pourrait catalyser cette retarification, si les conditions financières venaient à se resserrer.

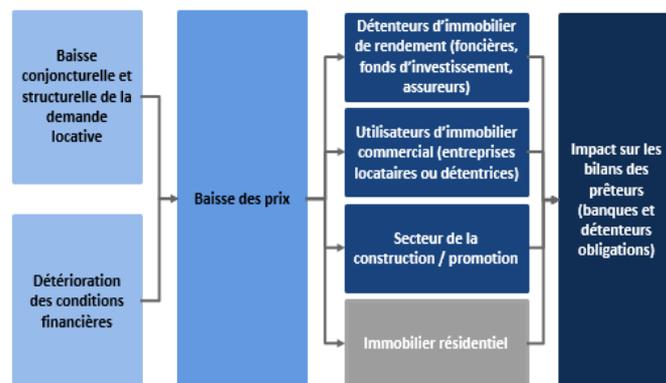
Avec le développement possible du télétravail, l'immobilier de bureau représente sans doute le segment le plus à risque. L'impact attendu sur les autres marchés serait en revanche hétérogène. Le segment du commerce avait déjà largement muté avant la crise, avec le déclin du modèle des hypermarchés périurbains, et l'essor du commerce en ligne. La demande pour les entrepôts pourrait, quant à elle, évoluer en opposition de phase avec celle des commerces, la demande en ligne se substituant à la demande physique. Enfin, le segment de l'hôtellerie pourrait être durablement affecté par la baisse mondiale du tourisme international.

5.2 Quel impact de la crise sanitaire sur l'immobilier commercial ?

Les canaux de transmission

La crise actuelle entraîne une baisse de la demande locative pour l'immobilier commercial, à la fois conjoncturelle avec la mise à l'arrêt de pans de l'économie, et structurelle, avec le développement du télétravail ou l'augmentation du commerce en ligne. Un tel recul de la demande devrait conduire à une hausse progressive de la vacance et à une baisse des loyers, à mesure que les baux arrivent à expiration. Couplé à un risque de détérioration des conditions financières, cela provoquerait une diminution du prix des biens concernés. Ces tendances peuvent engendrer des pertes pour les détenteurs d'immobilier de rendement ou les promoteurs, tandis que l'effet sur les utilisateurs serait plus ambigu. Ce choc pourrait également déstabiliser les prêteurs ayant financé ces biens ou les ayant acceptés en garantie. Enfin, en dehors du périmètre de ce rapport portant sur le système financier, les difficultés du secteur pourraient affecter l'immobilier résidentiel via les prix des terrains¹²³. Ces canaux sont résumés dans le graphique 5.5 et repris successivement en section 5.3.

Graphique 5.5 : canaux de transmission de l'effet de la Covid-19 sur l'immobilier commercial



Source : Banque de France.

¹²¹ « Immobilier commercial : un risque de bulle financière ? », par Coffinet (J.), Ferrière (T.) et Henricot (D.), Le Bulletin de la Banque de France n°219/2, octobre 2018.

¹²² « Diagnostic actualisé et résultats des stress tests liés à l'immobilier commercial », publié par le HCSF en mars 2017.

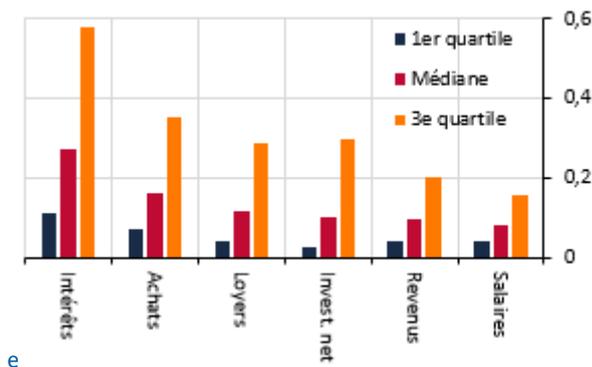
¹²³ « Imperfect Substitutability in Real Estate Markets and the Effect of Housing Demand on the Macroeconomy », Davis (J.), Huang (K.) and Sapci (A.), Globalization Institute Working Paper 401, Septembre 2020.

Le choc conjoncturel et son effet sur la demande locative

Pour évaluer l'effet de la crise, la première étape consiste à mesurer l'ampleur potentielle de la baisse des revenus locatifs. Typiquement, les loyers et la vacance s'ajustent lentement sur le marché locatif, à travers la durée des baux et l'indexation des loyers. Par ailleurs, la baisse de la demande est susceptible de se manifester par une hausse de la vacance avant d'entraîner une réduction des loyers. Pour autant, les loyers constituent un poste de coût relativement variable pour les entreprises : historiquement, il fluctue plus fortement que celui des salaires ou même que celui des investissements nets (cf. graphique 5.6). Il faut donc s'attendre à un ajustement de ce poste le coût par des entreprises en quête d'économies.

Graphique 5.6 : distribution de l'écart-type par entreprise du taux de croissance de différents postes de coûts

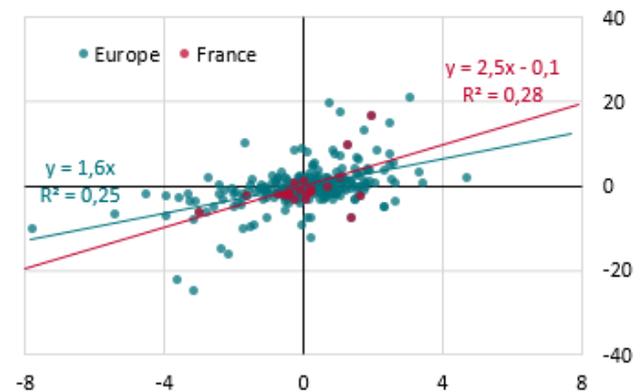
X : poste du compte de résultat / y : indice



Source : FIBEN base sociale

Graphique 5.7 : relation historique entre les taux de croissance réels des loyers des bureaux et les taux de croissance de l'emploi en Europe et en France

x : taux de croissance de l'emploi démoymoyenné / y : taux de croissance réel des loyers démoymoyennés



Source : MSCI, OCDE

Dans l'indice semestriel publié par MSCI, la vacance augmente de 1,8 pp tandis que les loyers continuent d'augmenter modérément, de 0,3 % sur un semestre. Historiquement, les loyers et la vacance sont étroitement corrélés avec les dynamiques d'emploi, en particulier sur le segment des bureaux (cf. graphique 5.7). En appliquant ces corrélations aux prévisions de chômage de la Banque de France¹²⁴, l'effet d'une hausse du chômage sur les revenus locatifs peut être estimé : ces derniers baisseraient de 2 % pour l'ensemble du CRE à l'horizon 2021 (respectivement 5 % pour les bureaux), dont une hausse de la vacance de 1 pp (respectivement 2 pp) (cf. encadré 5.2).

Encadré 5.2 : Comment modéliser un scénario de demande locative et de prix à partir des prévisions d'emploi ?

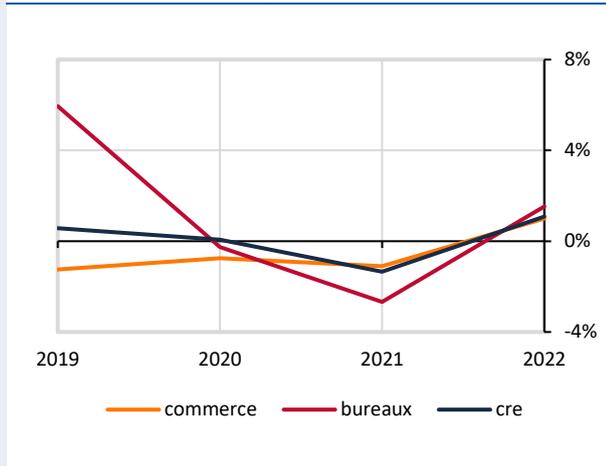
Pour mesurer l'effet d'une variation d'emploi sur les prix, une démarche en deux temps est proposée. Premièrement, l'effet de l'emploi sur la demande locative est modélisé. Comme le marché locatif peut s'équilibrer à court terme via les prix (les loyers) ou les quantités (la vacance), on estime la corrélation historique de ces deux variables avec l'emploi, en restant agnostique ex ante sur le mode d'ajustement. Cette élasticité est ensuite appliquée aux prévisions de chômage et permet d'obtenir des prévisions de loyers et de vacance. Le produit de la vacance et des loyers représente le revenu locatif. La deuxième étape consiste à actualiser les trajectoires de revenus locatifs à partir d'hypothèses sur le taux de croissance des loyers à long-terme et l'environnement de taux. Concrètement, la première étape consiste à estimer l'équation suivante :

$$\left[\begin{array}{c} \Delta \text{loyers réels} \\ \Delta \text{vacance} \end{array} \right]_{it} = A * \left[\begin{array}{c} \Delta \text{loyers réels} \\ \Delta \text{vacance} \end{array} \right]_{it-1} + \beta \Delta \text{Emploi}_{it} + FE_i + \epsilon_{it}$$

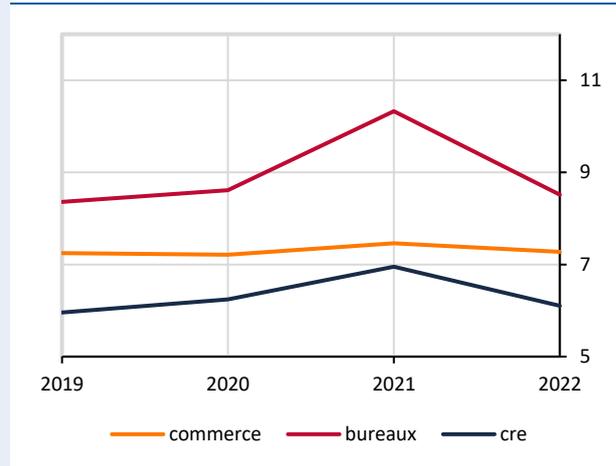
¹²⁴ https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/projections-macroeconomiques_2020-09.pdf

Le modèle est estimé sur un panel annuel de 14 pays européens à l'aide des données de vacance et de croissance des loyers de MSCI, avec des effets fixes FE_i pour tenir compte d'éventuelles tendances nationales. Les erreurs sont regroupées par année. Des estimations distinctes sont effectuées pour le segment du commerce, celui des bureaux, et de l'immobilier commercial dans son ensemble. Pour plus de robustesse, une élasticité unique à travers les pays européens a été estimée. Pour le marché des bureaux, une baisse de l'emploi de 1% se traduit par une baisse des loyers de 1,3% et une hausse de la vacance de 0,8pp. Les loyers sont autocorrélés, tandis que la vacance a tendance à osciller ; cela peut refléter les sur- et sous-ajustements

Graphique 5.8: projections de taux de croissance des loyers par segment
x : axe temporel / y : pourcentage



Graphique 5.9: projections de taux de vacance par segment
x : axe temporel / y : pourcentage



successifs de l'offre aux fluctuations économiques. D'autre part, une hausse de la vacance a tendance à peser sur les loyers l'année suivante, ce qui est cohérent avec l'intuition que les ajustements de court-terme se font sur les quantités. Enfin, les élasticités sont en général plus élevées pour le marché des bureaux, ce qui semble indiquer que l'immobilier commercial dans son ensemble recouvre des dynamiques différentes.

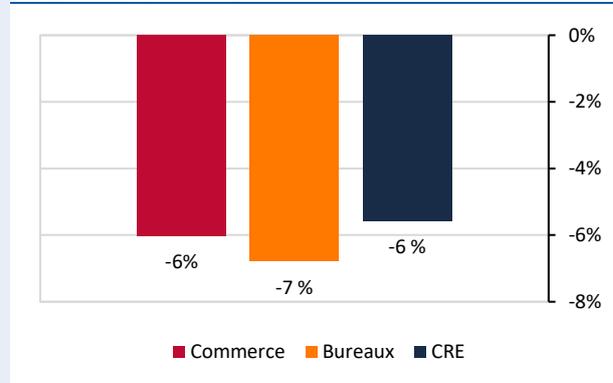
La deuxième étape consiste à calculer l'effet instantané sur les prix en actualisant les flux de loyers, et en comparant un prix de référence avec un prix correspondant aux trajectoires susmentionnées de revenus locatifs. La formule d'actualisation s'exprime ainsi :

$$P = \sum_{t=2020}^{2039} \frac{(1 - vacance) * loyer * (1 + g)^{t-2019}}{1 + r_f + r_p}$$

En supposant que la durée d'un investissement est en moyenne de vingt ans et que la croissance à long-terme des loyers g est constante et ancrée sur la cible d'inflation de la BCE à 2 %, et en utilisant la valeur de la rentabilité locative initiale fournie par MSCI et approximativement égale à $r_f + r_p - g$, on peut en déduire la valeur de la prime de risque r_p : 6,1 % à fin 2019 pour les commerces, 5,8 % pour les bureaux et 6 % dans l'ensemble. Le taux souverain français à 10 ans (0,15 % à fin 2019) a été utilisé comme taux sans risque. Le ratio du prix prévu au prix de référence fournit alors une indication de l'évolution des prix par segment (cf. graphique 5.10).

Graphique 5.10: évolution possible des prix de l'immobilier commercial par segment

x : segment / y : pourcentage



Source : calculs Banque de France

Avec ces hypothèses, le segment des bureaux serait marginalement plus affecté que le reste. En effet, cette approche suppose une élasticité constante des prix à l'emploi (et donc pas de baisse de la densité de bureaux demandés par employé avec le télétravail), et ne suppose pas non plus de correction des taux de capitalisation, qui pourrait avoir lieu sur le segment des bureaux compte tenu des développements constatés avant la crise.

Les changements structurels : le cas du télétravail

Cet effet mécanique de la baisse de l'emploi pourrait être amplifié par l'accélération de changements structurels. La crise sanitaire et les mesures de distanciation physique mises en place par la plupart des gouvernements ont en effet conduit les entreprises à généraliser le télétravail quand cela était possible. Pour ce faire, de nombreux verrous psychologiques, réglementaires et techniques ont pu être levés et des investissements en matériel ont été réalisés, laissant penser que la pratique du télétravail deviendra plus importante à la fin de la crise sanitaire qu'avant celle-ci¹²⁵. En outre, [une étude menée dans plusieurs pays européens](#) par la Fondation européenne pour l'amélioration des conditions de vie et de travail montre qu'une majorité de salariés en télétravail sont globalement satisfaits de cette expérience (60% en France).

De nombreux points d'interrogation demeurent sur les effets macroéconomiques que pourrait engendrer un tel changement des pratiques de travail et de consommation, tant sur la productivité ([Cette, 2020](#)) que sur les salaires, le bien-être des travailleurs ([Batut, 2020](#)), ou encore sur les prix ([Byrne et al., 2016](#)). Toutefois, l'un des impacts importants au niveau macroéconomique pourrait être une baisse de la demande en immobilier commercial, lié à une plus grande rotation des travailleurs en présence sur site ou à une utilisation plus intense du e-commerce. Si une telle baisse pourrait avoir des impacts positifs pour les entreprises dont l'immobilier représente souvent le deuxième poste de dépense après les salaires ([Bergeaud et Ray, 2020](#)), elle constitue un changement structurel de la demande locative auquel les acteurs de l'immobilier commercial vont devoir s'adapter.

Les valorisations des biens sont attendues à la baisse

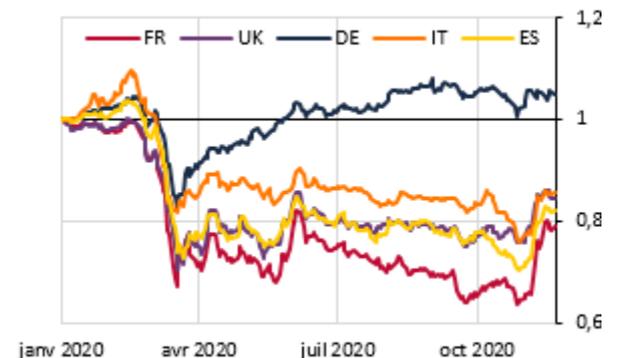
L'analyse des cours boursiers des sociétés immobilières montre comment les marchés financiers valorisent l'effet de la crise sanitaire sur l'immobilier commercial. Une étude américaine révèle par exemple que les fonds immobiliers géographiquement les plus exposés à la Covid-19 ont connu les plus fortes baisses de valorisations¹²⁶.

En France, on peut déduire de l'évolution des cours boursiers des foncières et de leur levier l'évolution implicite du prix de l'immobilier commercial¹²⁷. Ces biens auraient perdu jusqu'à 20% de leur valeur depuis début 2020 en

France (cf. graphique 5.11). Les foncières allemandes se distinguent de celles des pays voisins par une progression des valeurs depuis le début d'année, due notamment à la présence

Graphique 5.11 : évolution implicite de la valeur des actifs des foncières cotées à partir de leur taux d'endettement et de l'évolution de leurs cours boursiers

X : axe temporel / y : indice = 100 2 janvier 2020, jusqu'au 23 novembre 2020



Source : Bloomberg, calculs Banque de France

Note : FR pour France, UK pour Royaume-Uni, DE pour Allemagne, IT pour Italie, ES pour Espagne

¹²⁵ L'enquête [DARES-ACEMO sur le Covid19](#) recense 12% de salariés encore en télétravail en septembre. Le télétravail reste particulièrement important dans les grandes entreprises.

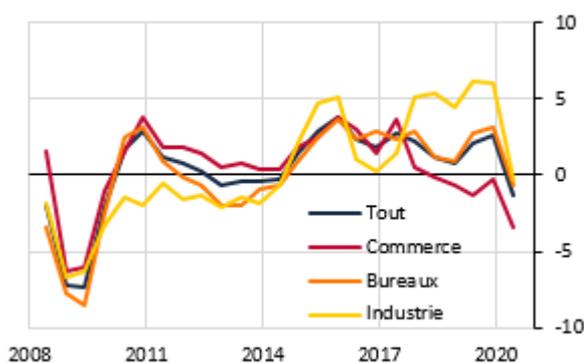
¹²⁶ « [A First Look at the Impact of COVID-19 on Commercial Real Estate Prices : Asset-Level Evidence](#) », Ling (D.), Want (C.) et Zhou (T.), Review of Asset Pricing Studies, 5 mai 2020.

¹²⁷ Précisément, la croissance implicite du prix de l'immobilier commercial peut s'écrire : $g_A = g_E \frac{E}{A}$, où g_A indique le taux de croissance du prix des biens, g_E le taux de croissance des cours boursiers, et $\frac{E}{A}$ le rapport fonds propres sur actif total, qu'on

importante de foncières spécialisées en immobilier résidentiel, moins sensibles à la conjoncture, dans l'échantillon considéré.

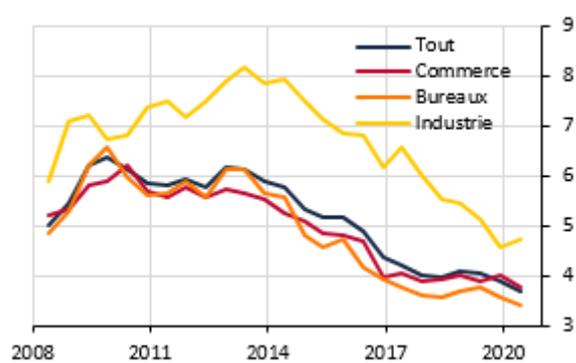
De leur côté, les indices de prix affichent des évolutions plus modestes : à juin 2020, la baisse des prix dans l'immobilier commercial s'élevait à - 1,3 % sur un semestre, avec des rentabilités locatives stables (cf. graphiques 5.12 et 5.13). Cependant, ces indices réagissent lentement à la conjoncture, puisqu'ils reposent sur les transactions réellement effectuées. En période de crise, les transactions se raréfient et portent sur des biens spécifiques. Enfin, l'évolution attendue des revenus locatifs hors changements structurels conduirait plutôt à une baisse des prix de l'ordre de 6-7 % (cf. encadré 5.2).

Graphique 5.12 : évolution des prix du CRE annualisée, par segment
X : axe temporel / y : pourcentage



Source : MSCI

Graphique 5.13 : évolution de la rentabilité locative du CRE par segment
x : axe temporel / y : pourcentage



Source : MSCI

Quels sont les risques pour les détenteurs d'immobilier de rendement ?

L'immobilier de rendement en France représente près de 400 milliards d'euros, et autant de pertes possibles pour les investisseurs. Ces derniers peuvent être de différentes natures : assureurs, fonds d'investissements spécialisés (OPCI, SCPI), foncières ou promoteurs.

Les exercices de sensibilité sur l'immobilier conduits par le HCSF en 2017 avaient permis d'analyser l'impact d'une baisse des prix sur les deux premières catégories d'acteurs¹²⁸. Les assureurs, qui détiennent aujourd'hui pour 200 milliards d'euros de biens à travers le monde, restent peu vulnérables face aux risques d'un segment qui ne constitue qu'une faible fraction de leur bilan : au 31 décembre 2019, l'immobilier commercial représente ainsi 7% des placements des assureurs. Concernant les fonds, ces derniers sont le plus souvent fermés ou quasi-fermés en France : un retournement entraînerait donc des pertes pour les épargnants, mais pas de risque de vente précipitée d'actifs immobiliers à valeur décotée. L'exception concerne les OPCI grand public, qui se sont d'ailleurs fortement développés ces dernières années. Toutefois, leurs encours restent limités dans l'absolu, à environ 20 milliards d'euros¹²⁹.

Comme les fonds d'investissement, les sociétés foncières sont des sociétés spécialisées en immobilier, menant des opérations d'acquisition avec levier et donc potentiellement vulnérables. Pour autant, le faible tirage de prêts garantis par l'État (PGE) par le secteur immobilier (1,6 milliard d'euros soit 1,3 % du total des montants accordés,

estime comme étant $1 - \frac{D}{A}$ où D représente la dette totale de ces entreprises. En France, le rapport $\frac{E}{A}$ des sociétés du secteur immobilier a une médiane d'environ 60%.

¹²⁸ « Diagnostic actualisé et résultats des stress tests liés à l'immobilier commercial », publié par le HCSF en mars 2017.

¹²⁹ <https://www.ieif.fr/actualites/chiffres-cles-opci-grand-public>

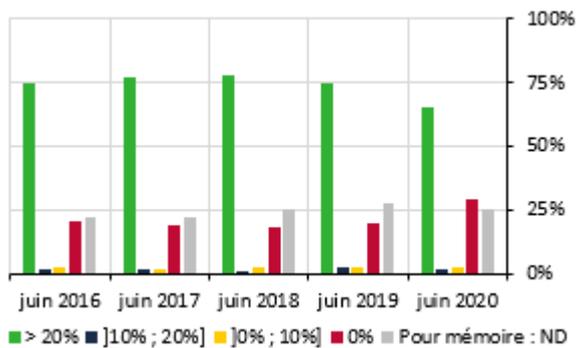
alors que le secteur produit 13 % de la valeur ajoutée des entreprises françaises¹³⁰) semble indiquer qu'il n'a pas connu de problèmes de trésorerie à ce stade, les mesures de soutien public ayant limité les impayés.

Le secteur de la promotion affecté en avance de phase

Quelques indicateurs font déjà état d'une relative dégradation de la situation sur le segment de la promotion. Les taux de pré-commercialisation poursuivent leur détérioration engagée depuis fin 2018, avec des taux supérieurs à 20 % au plus bas, tandis que les opérations affichant un taux de 0 % atteignent un plus haut en juin 2020 (cf. graphique 5.14). Parallèlement, la surface financière des promoteurs diminue graduellement en France métropolitaine, la part des ratios de fonds propres supérieurs à 20 % cédant le pas aux ratios compris entre 10 et 20 % (cf. graphique 5.15).

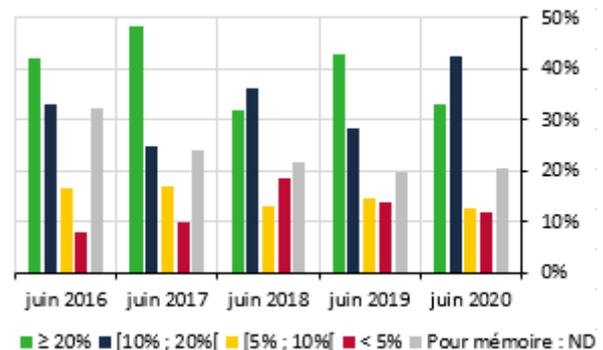
De manière générale, les loyers impayés semblent être restés marginaux pour le moment, grâce aux mesures de soutien. Même si celles-ci ont représenté à court terme un partage des pertes des bailleurs avec leurs locataires, elles devraient permettre de soutenir la viabilité des locataires à moyen-terme. Ainsi, des annulations de loyer par les bailleurs en faveur des PME et TPE, peuvent être partiellement compensés par un crédit d'impôts dans le cas du second confinement¹³¹ (cf encadré 2.3). En revanche, une multiplication des loyers impayés sera à surveiller à l'issue des programmes de soutien.

Graphique 5.14 : taux de pré-commercialisation
(sociétés de promotion ad-hoc et marchands de biens, France)
X : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

Graphique 5.15 : ratios de fonds propres (promoteurs, France)
x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

Certaines entreprises pourraient connaître des difficultés accrues de financement

La crise sanitaire peut également avoir un impact macroéconomique via son effet sur la capacité d'investissement des entreprises à moyen terme. Cet effet pourrait être amplifié si la crise s'accompagnait d'une baisse des prix de l'immobilier commercial, par exemple liée à un recours plus systématique au télétravail ou au e-commerce (voir *supra*). Une telle baisse des prix réduirait la valeur des actifs immobiliers qui constituent la majorité des actifs pouvant être utilisés comme collatéral par les entreprises (Beck et al. 2008) et pourrait donc affaiblir davantage les secteurs les plus dotés en immobilier commercial (Chaney et al. 2012). A contrario, les entreprises locataires bénéficieraient plutôt d'une baisse des prix à travers la réduction de leurs charges locatives. Ce canal a été mis en évidence par Fougère et al., (2019).

¹³⁰ Tableau de bord de suivi des PGE à fin septembre 2020.

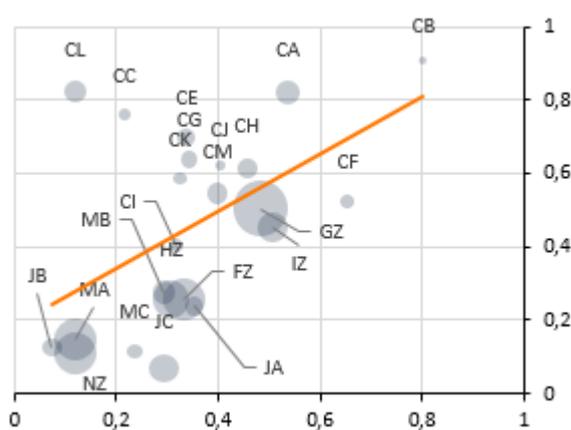
¹³¹ Le gouvernement offre aux bailleurs un crédit d'impôt de 30% qui s'appliquant aux montants d'abandons de loyers consentis sur la période d'octobre à décembre.

Dans cette dernière étude, les auteurs montrent en particulier qu'un choc sur les prix de l'immobilier affecte l'investissement des entreprises, d'autant plus que leur détention d'immobilier commercial relativement à la taille de leur bilan¹³² est importante. Cela permet alors de calculer une élasticité de l'investissement au prix de l'immobilier. Sans surprise, les secteurs possédant davantage d'immobilier commercial sont également ceux qui l'utilisent davantage comme collatéral (cf. graphique 5.16). En adoptant leur méthodologie¹³³, il peut ainsi être établi de manière qualitative la liste des secteurs les plus vraisemblablement impactés par une baisse des prix immobiliers, c'est-à-dire ceux détenant davantage d'immobilier.

Le graphique 5.17 met ainsi en relation les secteurs en fonction de l'impact direct de la crise sanitaire (mesuré par les chocs négatifs de valeur ajoutée anticipés par les analyses de conjoncture de la Banque de France) et leurs détentions d'immobilier commercial potentiellement utilisé comme collatéral. Certains secteurs, comme la fabrication de transport, la métallurgie ou le textile¹³⁴, pourraient ainsi être doublement touchés, d'abord sur leur activité durant les périodes de restrictions liées à la crise sanitaire et ensuite via une moindre capacité de financement à cause de la chute possible des prix de l'immobilier commercial.

Graphique 5.16 : distribution des secteurs¹³⁵ en fonction de leur détention et utilisation de l'immobilier commercial comme collatéral

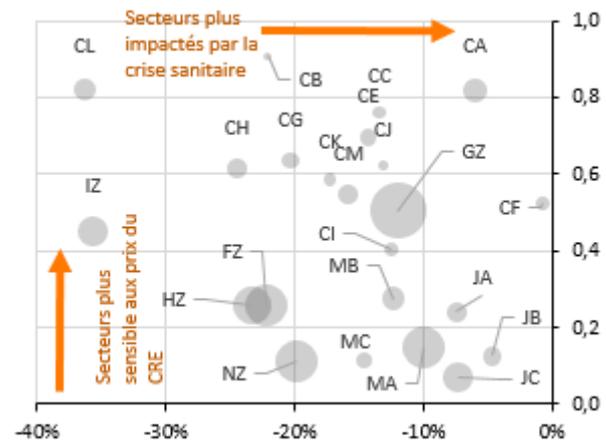
x : part des actifs immobiliers dans le collatéral par secteurs en 2019 /
y : détention normalisée d'immobilier en 2017.
La taille de la bulle représente la taille du secteur en terme de valeur ajoutée.



Source : Fichier interbancaire des entreprises et Anacredit.

Graphique 5.17 : distribution des secteurs¹²⁷ en fonction de leur vulnérabilité face à la crise et de leur détention d'immobilier commercial

x : ampleur du choc sanitaire sur l'activité des secteurs en moyenne mensuelle entre mars et septembre 2020/
y : Détention normalisée d'actif immobilier en 2017.
La taille de la bulle représente la taille du secteur en terme de valeur ajoutée.



Source : Fichier interbancaire des entreprises et Banque de France

Les banques restent résilientes face à ces incertitudes

Sur la période précédant la crise, les expositions des cinq principaux groupes bancaires français sur les professionnels de l'immobilier telles que déclarées dans l'enquête semestrielle de l'ACPR ont progressé fortement pour atteindre 222 milliards d'euros à fin 2019. La dynamique s'est poursuivie au premier semestre 2020, les expositions progressant de 2,8 % sur les six premiers mois de l'année et de 8,8 % sur douze mois à 228 milliards. Celles portant sur la France s'élèvent à 139 milliards d'euros, soit 60 % des expositions totales des banques

¹³² Les auteurs introduisent le concept de détention d'immobilier normalisée, définie comme le ratio du volume d'immobilier estimé en m² sur la valeur du capital physique en millier d'euros.

¹³³ L'analyse empirique de Fougère et al. (2019) propose des élasticités pour le NREH normalisé par secteur. L'exercice de réplcation réalisé ici se contente d'examiner la détention d'immobilier de chaque secteur relativement aux autres.

¹³⁴ Notamment CL : Fabrication de transport, CH : métallurgie et CB : Textile

¹³⁵ CA = Fabrication alimentaire ; CB = Fabrication textiles ; CC = Bois, Papier, Imprimerie ; CE = Industrie chimique ; CF = Industrie pharmaceutique ; CG = Fabrication plastique, papier ; CH = Métallurgie et fabrication de produits métalliques ; CI = Fabrication informatiques, électroniques et optiques ; CJ = Fabrication d'équipements électriques ; CK = Fabrication de machines et équipements ; CL = Fabrication de matériels de transport ; CM = Autres industries manufacturières ; FZ = Construction ; GZ = Commerce ; HZ = Transports et entreposage ; IZ = Hébergement et restauration ; JA = Édition, audiovisuel et diffusion ; JB = Télécommunications ; JC = Activités informatiques ; LZ = Activités immobilières ; MA = Activités juridiques, comptables ; MB = Recherche-développement scientifique ; MC = Autres activités spécialisées, scientifiques et techniques ; NZ = Activités de services administratifs et de soutien

françaises sur les professionnels de l'immobilier et 2,6 % du total de bilan national¹³⁶ de ces cinq banques au 30 juin 2020 (cf. graphique 5.18).

Si le premier semestre affiche traditionnellement une progression plus limitée des expositions que le second, la croissance de l'activité sur les six premiers mois de 2020 ne marque qu'un léger ralentissement par rapport au premier semestre 2019. Toutefois, les bureaux enregistrent un repli plus marqué avec une production en baisse de 33% à trimestre comparable.

Les banques sont exposées à deux types de risques au titre du financement des professionnels de l'immobilier. En premier lieu, elles sont susceptibles de devoir faire face à la défaillance des emprunteurs dès lors que ces derniers ne pourraient plus assurer le service de leur dette.

À ce stade, les professionnels de l'immobilier restent résilients à la crise actuelle, puisque le taux d'expositions douteuses brutes continue de se réduire au 30 juin 2020, atteignant un plus bas depuis juin 2015 à 2,6 %. Cette tendance est conforme à celle observée plus largement sur les sociétés non financières qui bénéficient de larges soutiens publics qui retardent les éventuels passages en défaut.

En second lieu, les banques peuvent être affectées par la baisse de valeur des actifs pris en garantie de leur concours qui réduirait la propension à recouvrer leurs créances en cas de défaut des emprunteurs.

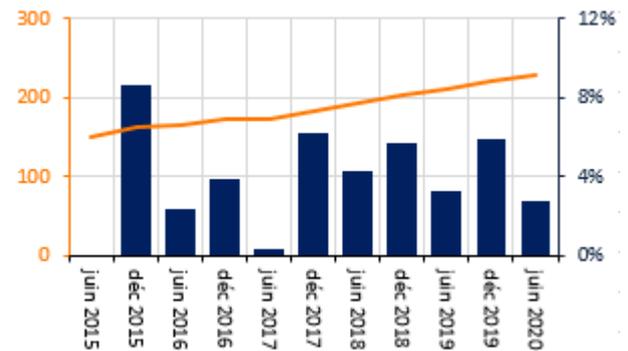
De ce point de vue, l'évolution du rapport entre le montant des prêts et la valeur des biens financés (ou *loan to value* – LTV) revêt toute son importance : si la distribution des financements accordés aux investisseurs par niveau de LTV est relativement stable depuis 2015 avec plus de trois quarts des financements bénéficiant d'une LTV inférieure à 60 %, une légère dégradation est perceptible, la part des concours assortis d'une LTV supérieure à 60 % ayant progressé de 3,1 pp depuis fin 2018 (cf. graphique 5.19).

Graphique 5.18 : évolution des expositions bancaires

x : axe temporel /

y gauche : expositions brutes en milliards d'euros /

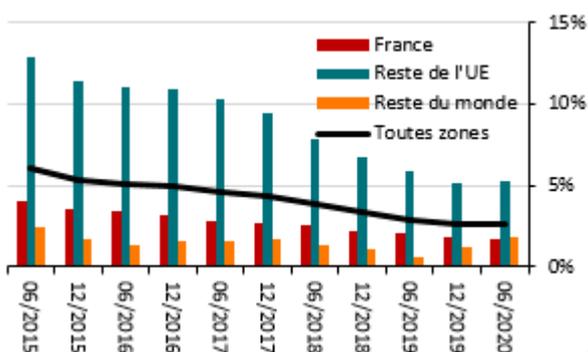
y droite : variations semestrielles des expositions en pourcentage



Source : ACPR

Graphique 5.19 : Taux de douteux par zone géographique

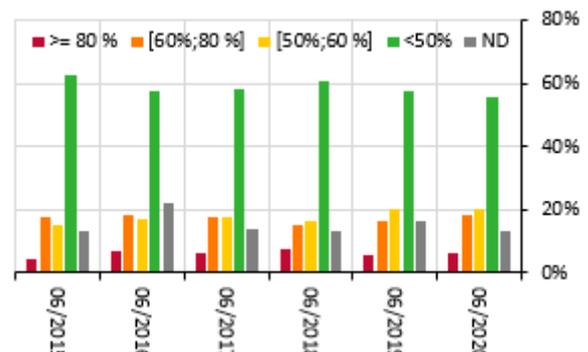
x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

Graphique 5.20 : Ventilation des expositions par niveau de LTV (foncières cotées et non cotées, financements spécialisés ; toutes zones)

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

¹³⁶ États FINREP 20.01, total d'actifs.

Éditeur

Banque de France
39, rue Croix des Petits-Champs – 75001 Paris

Directeur de la publication

Gilles VAYSSET

Directeurs de la rédaction

David ADAM
Emmanuelle ASSOUAN
Jean BOISSINOT

Coordinateurs

Nicolas MÊME
Priscille SCHMITZ

Comité éditorial

Frédéric AHADO ; France AUBANEL ; Antonin BERGEAUD ; Pierre BERTHONNAUD ; Fabrice BIDAUD ; Lukas BOECKELMANN ; Antoine BOIRARD ; Jean BOISSINOT ; Benjamin BUREAU ; Jean-Sébastien CAGNIONCLE ; Hadrien CAMATTE ; Laurent CARLINO ; Anne-Sophie CAVALLLO ; Bertille DELAVEAU ; Florian DELVA ; Julien DOTTER ; Anne DUQUERROY ; Thomas GARCIA ; Emilie FIALON ; Jan-Eric FILLIEULE ; Mathieu GEX ; Simon GOLLIER ; Léa GRISEY ; Cyril GRUFFAT ; Marie-Bénédicte GUIGNAN ; Sophie HAINCOURT ; Pierre HARGUINDEGUY ; Dorian HENRICOT ; Julien IDIER ; Vincent JAMET ; Antoine KERGADALLAN ; Antoine LHUISSIER ; Jean-Guillaume MAGRÉ ; Nicolas MÊME ; Thiébaud MEYER ; Alexis MORENO ; Youssef MOUHEB ; Marko NOVAKOVIC ; Elise PERON ; Loriane PY ; Priscille SCHMITZ ; Alice SCHWENNINGER ; Franck SÉDILLOT ; Arthur STALLA-BOURDILLON ; Luis Miguel TAVARES ; Clément TORRES ; Jean-Pierre VILLETTELLE ; Frédéric VINAS ; Alexia WATEL

Traduction et réalisation

Direction de la Stabilité Financière
Service de l'Édition et des Langages
Direction de la Communication

Dépôt légal

Janvier 2021

Internet

<https://www.banque-france.fr/liste-chronologique/rapport-sur-levaluation-des-risques>