



Conférence annuelle de l'OFEM

25 avril 2023

Le financement des entreprises face aux crises

Discours d'ouverture de Denis Beau, Premier sous-gouverneur

Madame la Présidente, chère Agnès,
Mesdames et Messieurs, chers amis,

C'est avec un grand plaisir que je m'adresse à vous aujourd'hui pour ce rendez-vous annuel de la finance de marché. Le thème comme toujours est important : l'impact économique et financier de la guerre en Ukraine a en effet profondément modifié les perspectives de sortie de crise Covid telles que l'on pouvait les appréhender il y a un peu plus d'un an, et soumis notre système économique et financier à de nouveaux chocs d'offre et de demande. Cette situation s'est notamment traduite par une forte accélération de l'inflation et un changement majeur en matière d'environnement de taux d'intérêt, en poussant à une réorientation rapide de la politique monétaire. Quel impact pour le financement des entreprises ? Un bilan sur l'année 2022 s'impose et des perspectives claires sont à dessiner pour le financement des entreprises en 2023, auxquels je me propose de contribuer dans ces propos introductifs à votre conférence.

1. **Quelques observations d'abord sur le changement de contexte macro-économique et macro-financier** pour souligner deux points qui me semblent structurant pour faire le bilan et tracer des perspectives pour le financement des entreprises :

- a. **Le risque de « stagflation » s'est éloigné au profit d'un scénario de « soft landing ».**

Les perspectives économiques depuis le début de l'année 2022 se sont significativement dégradées, en raison en particulier de la guerre en Ukraine et du confinement en Chine, en provoquant des chocs qui se sont traduits par moins de croissance et plus d'inflation et qui menaçaient de conduire à **une période de "stagflation"**. **Cette menace ne s'est pas concrétisée**. Les données et les enquêtes les plus récentes indiquent plutôt un ralentissement significatif de la croissance économique dans la zone euro, suivi d'une reprise.

Selon les projections macroéconomiques de la BCE publiées le 16 mars, la croissance annuelle moyenne du PIB réel de la zone euro devrait ralentir à 1,0 % en 2023 (contre 3,6 % en 2022), avant de remonter à 1,6 % en 2024 et 2025. Pour l'économie française, les perspectives sont globalement similaires. Le PIB devrait croître de 0,6 % en 2023¹, puis de 1,2 % en 2024 et de 1,7 % en 2025. **Nous devrions donc effectivement échapper à la récession en France comme dans l'ensemble de la zone euro.**

En ce qui concerne l'évolution des prix [slide 2], après sa résurgence en 2021, l'inflation a continué à augmenter en 2022 à un rythme jamais atteint depuis les années 1980. Toutefois, en 2023, dans un contexte de baisse des prix de l'énergie, l'inflation dans la zone euro a commencé à refluer pour atteindre +6,9 % à la fin du mois de mars. En France [slide 3], selon les résultats de l'indice harmonisé des prix à la consommation, l'inflation s'est établie à 6,7 %, le niveau le plus bas de la zone euro, grâce notamment au bouclier tarifaire.

Nous estimons à la Banque de France, comme nos collègues des autres banques centrales de l'Eurosystème, que la forte accélération de l'inflation trouve fondamentalement son origine non pas dans un excès de liquidité, mais dans les goulets d'étranglement qui résultent du rebond plus rapide que prévu de l'activité à l'issue de la pandémie ainsi que dans la forte hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation, largement exacerbée par la guerre en Ukraine.

Ainsi, l'inflation en France et en zone euro s'est diffusée très largement et revêt désormais un caractère « interne » et « généralisé », avec une hausse de l'ensemble des autres composantes de l'inflation. C'est cette inflation plus « interne » dont les banques centrales sont responsables, et qu'elles ne doivent pas laisser persister. Et le Conseil des Gouverneurs a d'ores et déjà agi vite et fort depuis un an pour éviter cette perspective.

Dès la fin de 2021 [slide 4], l'Eurosystème a en effet réagi au choc inflationniste par un changement de l'orientation de sa politique monétaire. Avec les augmentations de taux d'intérêt décidées en janvier et en mars, qui ont porté le relèvement des taux directeurs à 350 points de base entre juillet 2022 et mars 2023, la politique monétaire est désormais entrée dans un territoire "restrictif" au sens technique du terme, le « taux neutre » ayant été atteint en fin d'année dernière.

Nous sommes maintenant dans une phase plus ouverte dans laquelle le niveau élevé d'incertitude renforce l'importance d'une approche dépendante des données pour les décisions du Conseil des gouverneurs en matière de taux directeurs. Selon les prévisions et l'engagement du Conseil des gouverneurs, **l'inflation devrait ralentir pour s'approcher de 2 % en 2025, à**

¹ En révision à la hausse de 0.3 point de pourcentage par rapport à notre prévision de décembre 2022.

mesure que les moteurs actuels s'estompent et que les effets de la normalisation de la politique monétaire agissent sur l'économie et dans les mécanismes de fixation des prix.

Ces prévisions s'appuient sur des perspectives de consommation des ménages qui s'inscriraient en amélioration à partir de 2024 en lien avec le rebond du pouvoir d'achat et des perspectives d'investissement pour les entreprises qui devraient être modérément affectées par le ralentissement de l'activité, les comportements attentistes liés à l'incertitude macroéconomique et la normalisation des conditions financières.

Autrement dit, nous devrions échapper à la récession en France comme dans l'ensemble de la zone euro, tout en gagnant la lutte contre l'inflation. C'est ce que nous appelons un « soft landing ». Et je me permets de vous renvoyer à la Lettre annuelle du Gouverneur de la Banque de France au Président de la République qui a été publiée hier, pour une présentation plus approfondie des causes et des symptômes de l'inflation et comment cette maladie économique et sociale peut et sera vaincue.

b- Notre système financier est un atout pour assurer ce « soft landing »

Le second point structurant pour le financement des entreprises que je voudrais souligner concernant l'évolution du contexte macro-économique et macro-financier, **c'est la résilience de notre système financier.** En réorientant sa politique monétaire le Conseil des Gouverneurs, dans un environnement international pourtant marqué sur le plan financier par des turbulences, a envoyé un signal fort de confiance dans sa capacité à accompagner et favoriser la réalisation du « soft landing » que nous anticipons.

Les deux crises récentes qui ont frappé SVB et Crédit Suisse ont certes ébranlé la confiance des investisseurs et suscité une volatilité accrue sur les marchés financiers. Mais notre système financier a bien absorbé cette phase de volatilité qui est venue de l'extérieur de la zone euro. Nous sommes confiants dans la résilience du système bancaire européen, et en particulier des banques françaises. Leur niveau élevé de solvabilité et de liquidité n'a en rien été affecté par ces turbulences. En outre, toutes les banques européennes sont soumises aux exigences fortes de Bâle 3 et la grande majorité d'entre elles sont également soumises à une supervision unique au sein de l'Union bancaire – ce qui constitue une grande différence avec le secteur bancaire américain. De plus, contrairement à SVB, les banques françaises et européennes bénéficient d'un modèle d'activité diversifié et rentable, que ce soit du côté des dépôts ou des crédits et d'une gestion de leurs risques, et notamment du risque de taux qui fait l'objet d'une attention soutenue et permanente de la part de leur superviseur.

Enfin, je voudrais rappeler que les objectifs de stabilité des prix et de stabilité financière ne sont pas incompatibles et que dans la zone euro nous utilisons des instruments distincts pour les atteindre. Pour la grande majorité des banques européennes, des taux d'intérêt plus élevés sont

bénéfiques. Si toutefois nous devons intervenir sur la stabilité financière, ce serait principalement par le biais d'instruments temporaires de soutien à la liquidité, qui n'entreraient pas en conflit avec le relèvement des taux d'intérêt nécessaire pour assurer la stabilité des prix.

2. J'en viens maintenant aux conséquences de cet environnement pour le financement des entreprises avec trois observations :

a. L'accès des entreprises aux financements a été bien assuré [slide 5].

Sur un plan quantitatif, **le crédit bancaire à destination des entreprises est demeuré en effet très dynamique en France pour toutes les tailles d'entreprises** et a atteint plus de 1 300 GEUR fin février 2023, soit une croissance de +5.5% en moyenne sur la période janvier 2022 - février 2023, soutenu par une demande qui est demeurée orientée à la hausse.

En termes d'émissions de dette obligataire, que vous aborderez plus en détail durant la conférence je pense, le stock s'est en revanche stabilisé autour de 700 GEUR depuis décembre 2021 avec récemment une première tendance baissière, corrélée au resserrement de politique monétaire. Pour rappel, la taille des entreprises (au sens LME) influence la structure de leur passif. Ainsi, environ 70% de l'endettement des grandes entreprises est constitué de dettes obligataires et assimilées alors que 85% de l'endettement des PME provient de crédit bancaire (proportions stables sur 10 ans).

Pour compléter ce panorama du passif des entreprises, le poids des capitaux propres a continué à représenter presque la moitié de leurs ressources².

Je note en outre, qu'une partie de ces ressources est venue alimenter une trésorerie qui est demeurée importante en 2022, même si elle a évolué globalement à la baisse : après l'effet PGE, qui se remboursent bien, les SNF disposaient début 2023 d'un encours important de trésorerie, de près de 900 GEUR, en hausse de +30% par rapport à fin 2019, avant la crise COVID.

b. Un coût de financement qui est demeuré favorable

En terme de prix, ou de coût du financement des entreprises, **la réorientation de la politique monétaire a eu évidemment un impact significatif sur les conditions moyennes**. L'ampleur de la hausse a différé toutefois entre crédit bancaire et financement de marché, ce dernier augmentant en moyenne plus vite pour atteindre 4.3% en février 2023 contre 3.7% pour le crédit bancaire, avec bien sûr une différenciation selon la qualité de signature. En outre, malgré un taux nominal qui s'est accru, le coût réel du crédit (déflaté par les anticipations d'inflation à moyen-long terme) est resté favorable pour les entreprises.

² Toutes tailles, tous secteurs confondus. Période 12/2011 - 12/2021.

En outre, en France à fin 2022, environ 25% des encours de dette des entreprises sont à taux variable ou à taux fixe à moins d'1 an. En conséquence, les charges financières des entreprises, d'un point de vue agrégé, devraient s'accroître modérément en 2023 et **les entreprises françaises se financent ainsi à des taux qui sont les plus faibles d'Europe.**

c- L'importance de l'Union des Marchés de Capitaux pour le développement d'un système financier concurrentiel et diversifié

La différence de coût entre crédit bancaire et financement de marché a induit au cours de la période récente une ré-intermédiation du financement des entreprises ayant accès aux deux sources de financement. **Toutefois, celle-ci apparaît pour l'instant assez largement conjoncturelle et de portée limitée.** Elle n'a pas remis en question le rééquilibrage du financement entre banques et marchés intervenu entre 2012 et 2016 [slide 6] : les banques représentent un peu moins de 40% du total des actifs du secteur financier européen là où les acteurs de la NBFi continuent de représenter 55% du total des actifs du secteur financier européen.

Dans un contexte où différents passifs financent différents besoins pour différentes entreprises, **ce rééquilibrage est un atout qui doit être entretenu car il est de nature à favoriser un financement adapté, diversifié et résilient aux chocs de notre économie, encore plus dans le contexte actuel de double transition numérique et climatique. C'est pourquoi nous soutenons fortement à la Banque de France le programme de réformes de l'Union des Marchés de Capitaux.**

Le plan d'actions prévoit ainsi opportunément une simplification de l'accès à la cotation des entreprises, notamment les plus petites. Les travaux des législateurs européens sur l'adaptation des règles concernant les « marchés de croissance des PME » sont également encourageants. La révision du règlement sur les fonds ELTIF³ pourra également contribuer à faciliter le financement par fonds propres des entreprises, notamment pour les plus petites.

Même si des progrès sont encore nécessaires – le capital-risque est par exemple absent du plan d'action de 2020 – l'UMC commence ainsi à produire des résultats visibles, comme par exemple la croissance des introductions en bourse de PME en 2022⁴. Nous verrons s'ils sont annonciateurs de cette « économie des fonds propres » que nous appelons de nos vœux à la Banque de France.

³ European Long Term Investment Funds.

⁴ [Commission staff working document: Monitoring progress towards a capital markets union: a toolkit of indicators - 2022 \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/economy_finance/monitoring-progress-towards-a-capital-markets-union-a-toolkit-of-indicators-2022)

En conclusion, malgré un contexte économique et financier qui a évolué significativement, et qui est marqué au sceau de l'incertitude et des turbulences, le bilan et les perspectives de financement des entreprises apparaissent favorables. Dans la perspective d'un « soft landing » des économies de la zone euro, qui est notre scénario central, le maintien de bonnes conditions de financement des entreprises françaises pour l'ensemble de leurs besoins devrait pouvoir bénéficier de la poursuite de l'évolution de notre système financier, dans le sens d'une meilleure intégration et complémentarité entre financement bancaire et non bancaire, dans le cadre de la réalisation de l'Union des Marchés de Capitaux.

Notre place financière se distingue désormais comme étant unique au sein du réseau des places financières européennes par l'éventail de ses activités. C'est un atout qu'il nous faut entretenir et développer pour aider nos entreprises et plus largement nos acteurs économiques à relever avec succès les défis auxquels ils sont confrontés, notamment dans le cadre des transitions écologiques et numériques en cours.

Merci pour votre attention et bonne conférence.