



Hausse des taux d'intérêt : les entreprises européennes ne seront pas affectées au même rythme

La dette des entreprises engendre un coût lié au paiement des intérêts. Ce coût varie en fonction du niveau des taux d'intérêt de marché, d'autant plus rapidement que la dette est à taux variable ou à maturité courte. Les sociétés non financières résidant en Italie et en Espagne présentent une proportion de dette à taux variable et à court terme plus importante que celles résidant en France et en Allemagne; elles seront donc exposées plus tôt au coût de la hausse des taux d'intérêt réalisée sur 2022. Dans une hypothèse de hausse des taux avec stabilité de l'encours de dettes, les taux d'intérêt moyens des entreprises de ces quatre pays continueraient d'augmenter progressivement, à des rythmes différents. Ces résultats reposent sur des données détaillées, couvrant entre 49 et 65 % de la dette consolidée des entreprises selon leur pays de résidence.

Maxime GUEUDER, Sébastien RAY
Direction générale de la Stabilité financière et des Opérations
Centre de Modélisations analytiques du Pôle de Stabilité financière

Codes JEL
E40, G32

Les auteurs remercient Pierre Sicsic, Jean-Pierre Villetelle et Camille Thubin pour leurs éclairages sur l'endettement des entreprises, Thibaut Piquard et Lukas Boeckelmann pour leurs réflexions sur la prime de risque dans les prix d'émission des titres, et David Adam, Régis Breton et Vincent Bignon pour leur aide à l'élaboration de cette étude.

83 %

la proportion de dette à taux fixe des entreprises françaises ;
80 % en Allemagne, 47 % en Italie et 62 % en Espagne

3,5 ans

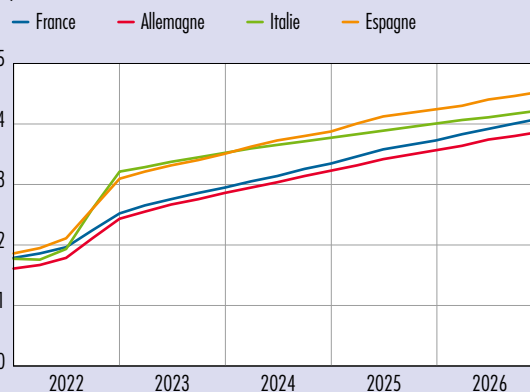
la maturité médiane de la dette des entreprises françaises à fin 2021 ;
3,4 ans en Allemagne, 2,1 en Italie et 2,6 en Espagne

+ 0,7 %

la hausse simulée du taux d'intérêt moyen payé par les entreprises françaises sur leur dette après un an de forte hausse des taux ;
+ 0,8 % en Allemagne, + 1,4 % en Italie et + 1,2 % en Espagne

Projection des taux moyens payés par les entreprises sur leur dette en cas de hausse supplémentaire des taux d'intérêt de 200 points de base entre juin et décembre 2022

(en %)



Source : Banque de France.



1 Les entreprises : des agents économiques sensibles à la hausse des taux d'intérêt

Une hausse des taux d'intérêt telle que celle amorcée en 2022 pèse sur les comptes des acteurs économiques en besoin structurel de financement, notamment l'État et les entreprises. La mesure précise du poids de cette hausse, qui pourrait constituer une vulnérabilité pour la stabilité du système financier, dépend non seulement du volume total de dette contracté, mais aussi de sa structure (maturité, répartition entre taux fixe et taux variable) et de sa vitesse de renouvellement.

Cet article s'appuie sur les données détaillées – contrat par contrat – collectées par l'Eurosystème pour reconstituer la structure de la dette agrégée des sociétés non financières (SNF, désignées ci-après par « entreprises ») résidentes des quatre plus grandes économies européennes¹ au 31 décembre 2021. Ces données permettent d'établir une projection de l'augmentation du coût de cette dette sur plusieurs années selon l'évolution des taux d'intérêt.

L'exploitation de ces données permet de constater que la hausse des taux d'intérêt de marché intervenue entre janvier et juin 2022 touchera plus rapidement les entreprises italiennes et espagnoles que les entreprises françaises et allemandes. Dans le cas où cette hausse s'accentuerait de + 2% entre juin et décembre 2022, les taux d'intérêt moyens des dettes des entreprises de ces quatre pays continueraient d'augmenter progressivement à l'horizon 2026. Ils atteindraient + 2,3% en France et en Allemagne, voire + 2,5% en Italie et + 2,7% en Espagne, par rapport à janvier 2022. Ces écarts de comportement proviennent de différences entre des structures de dettes à maturité longue et à taux principalement fixe (entreprises françaises et allemandes), dont le coût réagit lentement aux variations de taux, et des structures de dettes à taux plus variable (entreprises italiennes et espagnoles), aux incidences plus rapides sur le coût.

Dans le détail, l'étude porte sur les encours de dette suivants² :

- les crédits bancaires octroyés aux entreprises par les banques de la zone euro, déclarés par les banques dans la base AnaCredit³, dès lors que leur exposition au débiteur dépasse 25 000 euros ;
- les titres de dette émis par ces entreprises, documentés dans la *Centralised Securities Database* (CSDB) dès lors qu'ils ont été émis ou sont détenus en zone euro.

Grâce à ces informations, il est possible d'établir une projection de l'évolution de ce passif payeur d'intérêts sous des hypothèses simples de renouvellement de dette, puis de calculer le taux moyen correspondant en fonction de scénarios d'évolution future des taux d'emprunt. Elles permettent ainsi de constituer la structure agrégée du « portefeuille de dettes » des entreprises de chaque pays étudié, caractérisée par un profil de maturité et de variabilité des taux, et de l'estimer dans le temps.

Cette approche s'inscrit dans la logique des modèles de projection développés par les établissements financiers pour leur gestion actif-passif (Adam, 2012). Elle diffère des approches macroéconomiques du financement des entreprises (Dees *et al.*, 2022), en omettant volontairement l'effet de bouclage des mouvements de taux sur l'activité économique (Duquerroy *et al.*, 2020). Elle complète l'analyse comparée de la dette des entreprises européennes entreprise par le Fonds monétaire international (Antoun de Almeda et Tressel, 2018) au titre de l'article IV, réalisée sur données commerciales (Dealogic et Worldscope).

L'analyse porte sur les entités légales qualifiées de sociétés non financières au sens de la classification ESA 2010 (Eurostat, 2013), c'est-à-dire principalement engagées dans la production de biens et de services non financiers. Le pays de résidence d'une entreprise est le territoire dans lequel se situe son intérêt économique. Ce périmètre omet

1 L'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne, qui représentent 74% du produit intérieur brut de la zone euro en 2021 (source BCE).

2 Ces encours comprennent des dettes libellées en euros et en devises étrangères, la proportion de ces dernières étant très faible (4% du total).

3 Pour la Banque de France : <https://www.banque-france.fr/statistiques/espace-declarants/obligations-reglementaires/collecte-anacredit>



la consolidation des groupes transnationaux. À titre d'exemple, pour un groupe tel qu'Air-France-KLM, le périmètre « dettes des SNF françaises » comprend l'ensemble des crédits bancaires contractés par les entités

françaises du groupe, ainsi que les émissions de titres de sa maison mère, domiciliée en France ; les crédits bancaires contractés par les entités néerlandaises du groupe en seront en revanche exclus.

ENCADRÉ

Couverture de la dette des entreprises par les données détaillées

Les comptes sectoriels de la comptabilité nationale fournissent la valeur totale de la dette consolidée de l'ensemble des sociétés non financières de chaque pays, toutes devises confondues. Les bases détaillées AnaCredit¹ et CSDB², constituées au niveau de l'Eurosystème, ne couvrent pas la totalité de ces dettes, pour deux raisons :

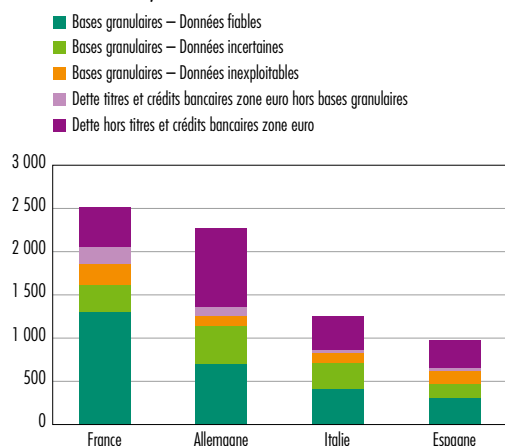
- La dette octroyée aux entreprises par des créditeurs autres que des banques de la zone euro n'est pas déclarée dans AnaCredit : ce sera le cas par exemple du financement d'une entreprise par une de ses filiales étrangères, ou d'un crédit accordé par une banque aux États-Unis. Cette dette peut être importante, comme on le constate en particulier pour les entreprises allemandes ;
- L'addition des montants unitaires déclarés dans les bases détaillées ne permet pas d'atteindre exactement les agrégats calculés au niveau national. Cela peut être dû à des effets de seuil (crédits bancaires de montant faible), à des déclarations incomplètes ou erronées, ou à des différences de méthode de calcul.

Cette étude exclut de son périmètre l'utilisation de produits dérivés par certaines entreprises pour couvrir ou augmenter leur exposition au risque de taux, notamment à travers l'utilisation de *swaps* de taux d'intérêt. Une analyse préliminaire de ces contrats à travers les données collectées dans le cadre du règlement européen EMIR (*European Market Infrastructures Regulation*) laisse à penser que leur poids est faible au niveau agrégé (cf. annexe 1).

Le graphique ci-contre illustre les montants de dette financière consolidée (crédits et titres³) issus des comptes sectoriels nationaux des quatre pays étudiés, ainsi que la partie couverte par les bases détaillées (cf. tableau A1 en annexe 2). L'étude présentée dans cet article porte sur la moitié de la dette financière pour les entreprises allemandes et espagnoles, 57% pour les italiennes, 64% pour les françaises.

Dette consolidée des entreprises à fin 2021

(en milliards d'euros)



Note : Le segment orange correspond à des montants visibles dans les bases, mais qui ne peuvent pas être repris dans l'étude en raison de données manquantes sur les taux d'intérêt. Le segment vert clair renvoie à une incertitude dans l'interprétation des données, en particulier sur le mode d'amortissement de certains crédits bancaires ; pour cette étude, des hypothèses d'interprétation simplifiées ont été adoptées. Sources : BCE (bases QSA [totaux], BSI [dette bancaire en zone euro], AnaCredit, CSDB)⁴ ; calculs des auteurs.

1 AnaCredit : *Analytical Credit Datasets*, séries de données analytiques sur le crédit.

2 CSDB : *Centralised Securities Database*, base de données centralisée de titres.

3 Contrairement aux crédits, les titres de dette ne sont pas consolidés dans ces statistiques. Les détentions de titres de dettes d'entreprises par les entreprises du même pays sont faibles (inférieures à 3% d'après les comptes sectoriels) : on peut donc légitimement négliger les effets de consolidation.

4 QSA : *Quarterly Sectorial Accounts*, comptes sectoriels trimestriels ; BSI, *Balance Sheet Items*, postes de bilan.



2 Deux cas opposés de profil d'endettement : dette longue à taux fixe (France) et dette courte à taux variable (Italie)

Les échéanciers de dette agrégés obtenus en sommant les informations issues des données détaillées présentent des caractéristiques très différentes d'un pays à l'autre. Il est possible de définir, en agrégé et aux extrêmes, un « profil français » d'endettement d'entreprise, à maturité longue et à taux fixe, et un « profil italien », à maturité courte et à taux variable. Les entreprises allemandes s'apparentent au profil français, et les entreprises espagnoles présentent des caractéristiques intermédiaires.

Entreprises françaises : une dette longue majoritairement à taux fixe

Les entreprises françaises se distinguent par la part importante des titres de dette dans leur passif financier : 30 % de leur dette consolidée à fin 2021, contre 10 à 15 % pour les trois autres pays étudiés. Dans le périmètre décrit par les données détaillées, cette proportion monte à 41 %.

La reconstitution de l'échéancier de la dette (cf. graphique 1a) sur ce périmètre indique une large prépondérance de la dette à taux fixe, et une maturité moyenne assez longue. Après prise en compte des différents modes d'amortissement, plus du tiers (38 %) des montants empruntés est en effet à rembourser après plus de cinq ans.

La combinaison de ces deux caractéristiques garantit une certaine stabilité du coût de la dette des entreprises françaises, puisque les taux d'intérêt bas qui prévalaient avant 2022 continueront à l'avenir de s'appliquer à une large proportion de leur passif, malgré la hausse des taux.

Entreprises italiennes : une dette plus courte aux taux plus variables

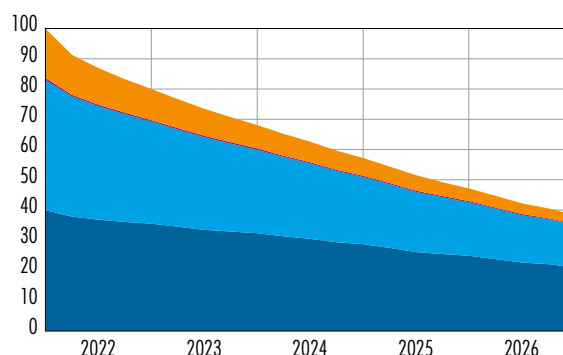
Par rapport aux entreprises françaises, les données détaillées disponibles tracent pour les entreprises italiennes un profil très différent (cf. graphique 1b) : le recours aux crédits à taux variables est très important, et les maturités moyennes sont plus courtes. Ainsi, le coût de cette dette est susceptible de réagir beaucoup plus vite aux variations

G1 Structure de la dette agrégée des entreprises françaises et italiennes à fin 2021

(montants restant dus, en % du montant initial)

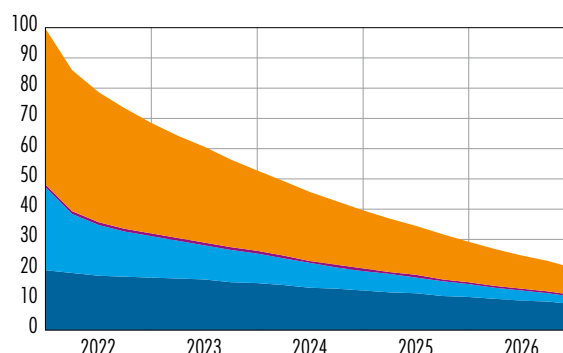
■ Taux fixe – Titres ■ Taux variable – Titres
■ Taux fixe – Crédits ■ Taux variable – Crédits

a) Entreprises françaises



Lecture : À fin 2023, 68 % de la dette qui existait fin 2021 restera à payer, dont 60 % de titres et crédits à taux fixe et 8 % à taux variable. À fin 2026, 38 % de la dette restera encore due (dont 35 % à taux inchangé).

b) Entreprises italiennes



Lecture : À fin 2023, 53 % de la dette qui existait fin 2021 restera à payer, dont 25 % de titres et crédits à taux fixe et 28 % à taux variable. À fin 2026, 20 % de la dette restera encore due (dont 11 % à taux inchangé).

Note : Ces graphiques décrivent uniquement la dette existante, sans tenir compte des refinancements futurs.

Sources : BCE (bases AnaCredit et CSDB), calculs des auteurs.

de taux d'intérêt : moins d'un tiers du montant de dette à fin 2021 est souscrit à un taux qui continuera de prévaloir après 2022. La hausse des taux fait monter immédiatement le coût des crédits à taux variables, et le remboursement rapide des dettes existantes crée un besoin de refinancement plus important, qui devra s'effectuer à taux plus élevé.



Comparaison des structures de dettes d'entreprises entre les quatre pays

La dette agrégée des entreprises allemandes se caractérise par une structure de maturité et de taux presque identique à celle des entreprises françaises, alors que les entreprises espagnoles se situent à mi-chemin entre les profils français et italien (cf. tableau 1). La transmission d'une hausse des taux de marché pourra donc être plus progressive pour les entreprises allemandes que pour les entreprises italiennes.

En regard, le tableau 2 liste les taux d'intérêt moyens par pays observés sur la dette consultable dans les bases détaillées à fin 2021⁴. Ces taux s'avèrent très proches, entre 1,6 et 1,9%, et peu élevés, en cohérence avec

l'environnement de taux très bas prévalant jusqu'alors. Néanmoins, leur interprétation doit être prudente, puisque ces taux ne sont applicables qu'à la partie « observable » de la dette des entreprises (cf. encadré)⁵.

3 L'effet de la hausse des taux sur les coûts prévisionnels reflète les différences de structure de dette

Au-delà des analyses statiques développées ci-dessus, les données disponibles sur les entreprises au 31 décembre 2021 permettent, sous certaines hypothèses, de simuler l'évolution de leur structure de dette, et en particulier de leur taux d'intérêt moyen, en fonction de l'évolution des taux du marché. Ces simulations ont été effectuées sur une période de cinq ans, allant de 2022 à 2026.

T1 Structure des dettes des sociétés non financières

(montants restant dus, en% du montant initial)

		France	Allemagne	Italie	Espagne
Fin 2021	Restant dû	100	100	100	100
	<i>dont à taux fixe</i>	83	80	47	62
Après 1 an	Restant dû	80	78	69	75
	<i>dont à taux fixe</i>	69	64	31	48
Après 2 ans	Restant dû	68	66	53	60
	<i>dont à taux fixe</i>	60	56	25	39
Après 5 ans	Restant dû	38	39	20	27
	<i>dont à taux fixe</i>	35	35	11	18

Lecture : Pour les entreprises espagnoles, 60% de la dette existante à fin 2021 reste à rembourser après deux ans (fin 2023), dont 39% à taux fixe et 21% à taux variable.

Sources : BCE (bases AnaCredit et CSDB), calculs des auteurs.

T2 Taux d'intérêt moyen des encours de dette des sociétés non financières

(en % annuel)

		France	Allemagne	Italie	Espagne
Fin 2021	Taux moyen	1,8	1,6	1,8	1,9

Lecture : Taux moyen pondéré par les montants empruntés, calculé uniquement sur le périmètre des bases détaillées.

Sources : BCE (bases AnaCredit et CSDB), calculs des auteurs.

⁴ Ces taux moyens sont issus de la moyenne des taux nominaux de chaque encours de dette disponible dans les bases détaillées à fin 2021, et sont pondérés par ces mêmes encours.

⁵ Les auteurs n'ont pas connaissance d'agrégat statistique correspondant à la charge de dette consolidée des entreprises d'un pays, y compris face aux entités étrangères d'un même groupe. L'agrégat D41G de la comptabilité nationale, qui intègre les produits et charges d'intérêts avant retraitement de la marge d'intermédiation, se rapproche d'une telle quantité. Il est toutefois calculé au niveau non consolidé, et comprend donc par exemple les intérêts versés sur des prêts entre entreprises du même groupe (cf. tableau TA2 en annexe 2).



Deux exemples de scénarios de hausse des taux d'intérêt

Afin d'étudier l'importance des différences de structure observées sur les échéanciers de dette, deux scénarios théoriques de hausse des taux depuis le 31 décembre 2021 ont été simulés (cf. graphique 2) :

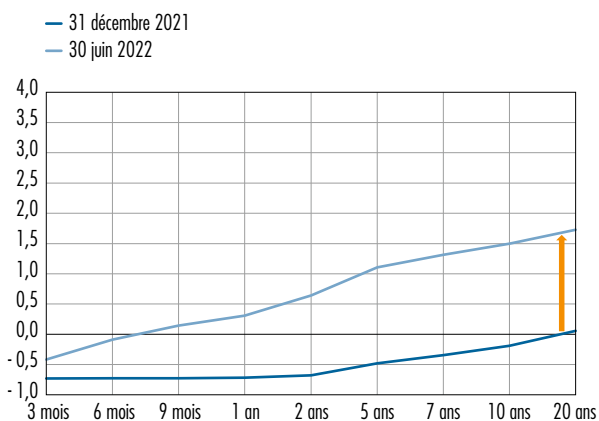
- Le **scénario 1** enregistre le mouvement de hausse de taux observé sur le premier semestre 2022, puis fige la courbe des taux à son état du 30 juin 2022 jusqu'à la fin de la simulation. Ce scénario est purement indicatif puisqu'il ne prend pas en compte la hausse des taux à court terme consécutive aux changements de taux directeur décidés par la Banque centrale européenne à partir de juillet 2022. Il permet néanmoins d'observer l'effet d'une « pentification » de la courbe des taux par la hausse des taux longs ;

- Le **scénario 2** prolonge la hausse de taux observée au premier semestre 2022 par un mouvement parallèle de 2 % sur l'ensemble des maturités et qualités de crédit. Ce scénario, plus vraisemblable, est retenu pour sa simplicité d'interprétation, un choc de 200 points de base (pb) correspondant à un scénario conventionnel en analyse de risque des taux⁶. Il permet d'examiner l'effet d'une hausse des taux courts en plus de celle des taux longs : ce scénario est dit de « choc parallèle » sur la courbe des taux. En pratique, il s'est déjà concrétisé pour moitié, avec une augmentation de taux d'environ 100 pb au troisième trimestre de 2022.

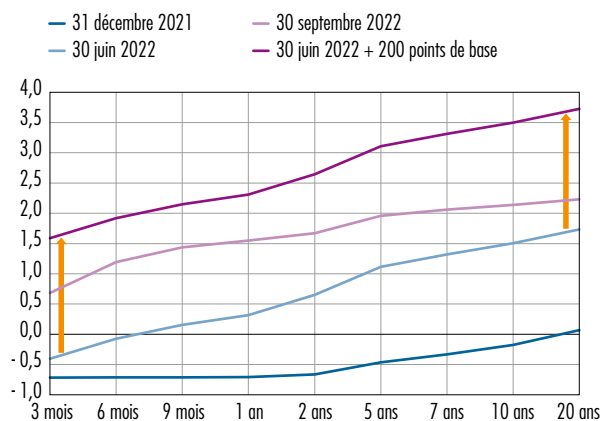
G2 Évolution des taux euro sans risque dans les deux scénarios envisagés

(taux d'intérêt à terme, en % annuel)

a) Scénario 1 : Montée des taux longs constatée au 1^{er} semestre 2022, puis taux statiques



b) Scénario 2 : Montée des taux longs constatée au 1^{er} semestre 2022, puis hausse parallèle de + 2 % jusqu'à fin 2022



Note : Le taux « sans risque » correspond au rendement au comptant des obligations d'émetteurs souverains notés AAA. Dans les projections présentées, les taux moyens d'emprunt des entreprises sont déduits par application d'un écart par produit et par maturité. Le scénario 2 est dit de « choc parallèle », avec l'effet conjugué d'une hausse des taux courts et longs.

Sources : BCE (base Yield Curves : courbes constatées) ; calculs des auteurs (courbe « choquée » du scénario 2).

⁶ Mesurer l'incidence d'un choc de 2 % sur les taux d'intérêt est une préconisation de l'Autorité bancaire européenne (ABE) dans le cadre de la supervision prudentielle du secteur bancaire.



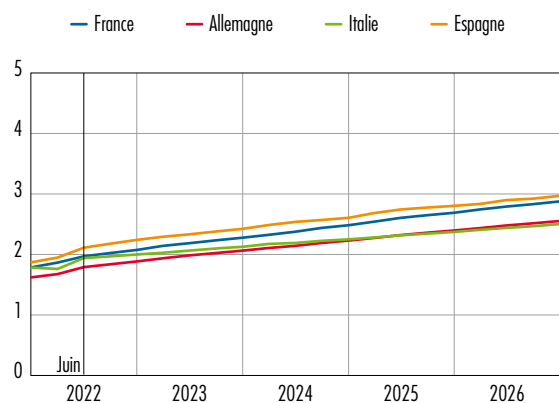
La vitesse de hausse des taux moyens de financement des entreprises dépend de la maturité de leur dette et de la proportion contractée à taux variables

En partant de la situation au 31 décembre 2021, l'évolution de la structure de dette des entreprises de chaque pays est simulée de façon trimestrielle en envisageant le remboursement progressif des encours existants et leur remplacement par de nouveaux emprunts. L'hypothèse adoptée pour cet exercice est celle d'un volume de dette constant, chaque euro remboursé étant compensé par un nouvel euro emprunté ; la structure fine des nouveaux emprunts est simulée de telle sorte que la répartition par produit et par maturité résiduelle des encours reste également inchangée.

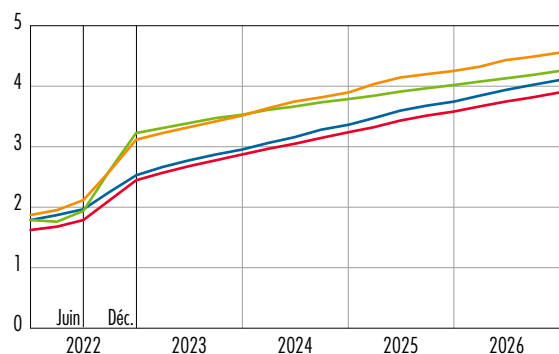
G3 Projection des taux moyens de la dette des entreprises par pays dans les deux scénarios envisagés

(en % annuel)

a) Scénario 1 : Taux statiques après juin 2022



b) Scénario 2 : Choc additionnel parallèle de 2% au second semestre 2022



Note : Dans le graphique a), taux statiques après juin 2022 ; dans le graphique b), choc additionnel parallèle de 2% au second semestre 2022. Sources : BCE (données jusqu'à juin 2022) ; calculs des auteurs (projections).

Cette simulation permet de représenter l'évolution du taux d'intérêt moyen des encours de dette, sous l'influence de deux facteurs :

- Le remplacement d'emprunts existants par de nouveaux emprunts, contractés à des conditions de taux d'intérêt différentes, modifie progressivement le taux moyen observé. Les taux d'intérêt des nouveaux emprunts sont déduits du scénario de taux sur la courbe sans risque par l'application d'un écart statique dépendant du produit et de la maturité, ce qui revient à appliquer le même mouvement de taux moyen à chaque catégorie de produit ;
- L'évolution des taux courts, qui servent de taux de référence pour les emprunts à taux variable, modifie directement le taux d'intérêt applicable à cette catégorie d'emprunts.

Le graphique 3 représente la projection de l'évolution des taux moyens des entreprises de chaque pays dans les deux scénarios considérés (étant donné la structure de dette déduite des données détaillées et les hypothèses de simulation choisies).

Le premier scénario permet de quantifier l'effet à long terme d'une hausse des taux longs avec stabilité des taux courts, c'est-à-dire l'effet d'une « pentification » de courbe. On peut distinguer trois facteurs principaux jouant dans des sens différents :

- l'augmentation modérée des taux courts provoque une hausse initiale légèrement plus forte pour les entreprises italiennes et espagnoles du fait de leur recours important aux prêts à taux variable, mais cet effet demeure faible dans ce scénario ;
- la maturité plus courte de la dette des entreprises espagnoles et italiennes les conduit à un renouvellement plus rapide, et donc à contracter à chaque période un volume plus élevé de nouvelle dette à des taux devenus moins favorables ;
- la hausse des taux longs touche davantage les entreprises françaises et allemandes, empruntant plus à taux fixe sur le long terme, que leurs homologues italiennes et espagnoles, plus sensibles aux taux courts.



T3 Augmentation prévisionnelle des taux moyens des encours de dette des sociétés non financières dans les deux scénarios envisagés

(en % annuel)

Renouvellement à 100 % des dettes échues...	France		Allemagne		Italie		Espagne	
	Sc. 1	Sc. 2	Sc. 1	Sc. 2	Sc. 1	Sc. 2	Sc. 1	Sc. 2
après 1 an	0,3	0,7	0,3	0,8	0,2	1,4	0,4	1,2
après 5 ans	1,1	2,3	0,9	2,3	0,7	2,5	1,1	2,7

Note : Augmentation estimée selon les hypothèses détaillées dans le texte.

Source : Calculs des auteurs.

Dans ce scénario, les entreprises italiennes et espagnoles renouvellent donc leur dette plus rapidement, mais à un taux moins défavorable que pour leurs homologues allemandes et françaises. Une relative similitude en résulte entre les quatre trajectoires, avec *in fine* un surcoût relatif moins élevé pour les entreprises italiennes du fait de leur exposition particulièrement faible aux taux longs⁷.

Le second scénario, plus réaliste, permet de mesurer l'effet d'une hausse des taux courts ajoutée à celle des taux longs. Le surcoût est alors immédiat, et même très important pour les dettes italiennes et espagnoles sur le second semestre 2022 en raison de la forte proportion de prêts à taux variable ou à maturité courte. L'évolution à plus long terme apparaît relativement analogue entre les quatre pays, pour les mêmes motifs que dans le premier scénario, et affiche en particulier une convergence des taux moyens des entreprises italiennes et françaises, tenant à la hausse globalement moins forte des taux courts (cf. tableau 3 ci-dessus).

* *

L'endettement structurel des entreprises les expose à une hausse des charges financières lors des épisodes de remontée des taux d'intérêt (Charasson-Jasson, 2019). L'ampleur et l'étalement dans le temps de cet effet dépend très fortement de la structure de leur dette, avec en cela :

i) la sensibilité directe aux taux de référence (au travers

des prêts à taux variable) ; ii) les volumes des nouveaux emprunts à prévoir (avec l'arrivée plus ou moins rapide à maturité des prêts existants) ; et iii) la nature de ces nouveaux emprunts (sensibles aux taux de court ou de long terme).

L'analyse des données disponibles, couplée à une méthode de projection financière simple, met clairement en évidence la relation entre structure de dette et sensibilité aux taux. Il convient ainsi de distinguer :

- Un profil de dette à maturité longue et à taux fixe, typique des entreprises françaises et allemandes. Celles-ci bénéficient d'une certaine inertie de la charge financière en cas de hausse des taux courts, mais sont exposées à des taux plus élevés liés à leur exposition au long terme ;
- Un profil de dette courte et à taux plus variable, constaté chez les entreprises espagnoles et surtout italiennes. Leur sensibilité aux taux longs est moindre, mais toute hausse des taux courts les pénalise très vite. À l'inverse, elles peuvent rapidement profiter de baisses des taux courts lorsque les conditions de marché s'améliorent.

De prochains travaux élargiront l'analyse à l'ensemble des juridictions de la zone euro et prendront en compte des effets plus complexes : variation des volumes de dette, adaptation des profils en maturité, et variations différentielles des écarts de taux (*spreads*) dus au risque de crédit des débiteurs.

⁷ Les entreprises italiennes bénéficient par ailleurs plus que les autres d'un effet supplémentaire : leur charge de dette en 2021 est alourdie par des crédits contractés ces dernières années à des taux plus élevés que ceux octroyés début 2022. L'arrivée à maturité de cette dette plus chère génère initialement une baisse de coût qui vient tempérer l'effet de la hausse des taux.



Bibliographie

Adam (A.) (2012)

Handbook of Asset and Liability Management: from Models to Optimal Return Strategies, John Wiley & Sons Ltd, janvier.

Antoun de Almeda (L.) et Tresselt (T.) (2018)

« Corporate debt in France », *IMF Country Report – France: Selected Issues*, n° 18/244, Fonds monétaire international, juillet.

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.

[Télécharger le document](#)

Dees (S.), Gebauer (S.), Goncalves (T.) et Thubin (C.) (2022)

« Structure de financement des sociétés non financières et implications macrofinancières en France », *Document de travail*, n° 880, Banque de France, juillet (en anglais).

[Télécharger le document](#)

Duquerroy (A.) et Mazet-Sonilhac (C.) (2020)

« Choc de financement : quels effets sur l'investissement des grandes entreprises françaises? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 229/1, mai-juin.

[Télécharger le document](#)

Eurostat et Commission européenne (2013)

European system of accounts – ESA 2010.



Annexe 1

L'effet des produits dérivés de taux pour les entreprises françaises : une contribution nette a priori faible au niveau agrégé

Au-delà de la structure de la dette, une étude du risque de taux d'intérêt doit examiner les produits dérivés de taux, utilisés par certaines entreprises pour maîtriser ce risque. Elles peuvent ainsi, par exemple, transformer une dette à taux fixe en dette à taux variable, ou garantir à l'avance le coût de besoins de financement futurs.

L'examen porte sur les produits dérivés de taux déclarés dans le cadre du règlement européen EMIR¹ sur le référentiel central de DTCC², libellés en euros seuls, en vie au 31 décembre 2021, et dont une et une seule des parties est une société non financière française. Il établit qu'après compensation entre les contrats acheteurs et vendeurs de taux, ces positions dérivées sont, en agrégé, de taille limitée par rapport à la dette totale de ces entreprises.

Une soustraction « naïve » des positions vendeuses aux positions acheteuses sur les contrats d'échange mène à une exposition nette d'environ + 50 milliards d'euros (à peu près 150 milliards d'euros de contrats acheteurs, contre 100 pour les contrats vendeurs). Ce calcul est à manier avec précaution, car les caractéristiques des

produits peuvent différer sur les dates de début et de fin, ainsi que sur la nature des taux échangés. L'exploitation des données issues des déclarations EMIR sur les dérivés pose également des problèmes particuliers de qualité de ces données, mais fournit toutefois un ordre de grandeur de référence. De même, la position nette « naïve » sur les options de taux d'intérêt avoisine + 50 milliards d'euros (environ 85 milliards d'euros d'options achetées, contre 35 milliards d'euros d'options vendues).

Ces montants restent modestes en regard des 2 500 milliards d'euros de dette inscrits au passif des entreprises françaises ; les positions dérivées ne modifient donc sans doute pas de façon significative le profil global d'exposition des entreprises françaises au risque de taux. Ce constat, valable sur un plan agrégé, ne vaut pas nécessairement sur un plan individuel : le recours aux produits dérivés est en effet très concentré et les volumes opérés par certaines entreprises peuvent atteindre des niveaux comparables à leurs encours de dette. Une étude à l'échelle européenne serait instructive pour vérifier si cette conclusion est valide au-delà de la France.

¹ *European Market Infrastructures Regulation* : réglementation sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales (intervenant entre acheteurs et vendeurs d'instruments financiers) et les référentiels centraux (de reporting de transactions financières).

² Depository Trust & Clearing Corporation.



Annexe 2

Rapprochement entre données détaillées et agrégats nationaux

Le tableau TA1 ci-dessous complète le graphique de l'encadré de l'article en répartissant la dette entre titres, crédits bancaires et autres prêts, d'après les comptes sectoriels (comptabilité nationale), et en les comparant aux montants disponibles dans les bases détaillées de la BCE (pour les deux premières catégories).

Les montants issus des bases détaillées sont comparables en ordre de grandeur aux montants agrégés. Les écarts résiduels sont dus soit à des différences de périmètre, soit à des données exclues du fait de leur mauvaise qualité. La part des titres de dette est particulièrement importante pour les entreprises françaises. Les entreprises allemandes sont celles qui ont le plus recours à la dette hors titres et crédits bancaires.

TA1 Encours agrégés de dette des sociétés non financières au 31 décembre 2021

(en milliards d'euros)

	Titres de dette			Crédits bancaires zone euro		Autres prêts
	consolidés	non consolidés	base CSDB	consolidés	base AnaCredit	consolidés
France	739	743	657	1 311	963	456
Allemagne	247	252	219	1 112	927	907
Italie	171	173	147	694	563	384
Espagne	144	146	140	506	331	322

Notes : Seule la partie exploitable des encours disponibles dans les bases CSDB (*Centralised Securities Database*) et AnaCredit (*Analytical Credit Datasets*) est affichée. D'autres montants sont présents dans ces bases, mais sont associés à des données de taux ou de maturité erronées ou manquantes. La CSDB fournit des informations non consolidées, au sens où les montants émis par les entreprises ne sont pas retraités des montants détenus par d'autres entreprises ; la très faible différence entre agrégats consolidés et non consolidés relativise néanmoins cette distinction.

Sources : BCE (bases QSA [titres et prêts totaux], BSI [crédit bancaire en zone euro], AnaCredit et CSDB) ; calculs des auteurs.

Le tableau TA2 ci-après présente les données disponibles dans les comptes sectoriels en matière d'intérêts perçus et payés par les entreprises. Il reprend l'agrégat « Intérêts hors correction au titre des services d'intermédiation financière indirectement mesurés » (D41G), c'est-à-dire les intérêts réellement payés, par opposition à l'agrégat « Intérêts » (D41) qui en déduit la part considérée comme prix de services financiers. Cette quantité n'est disponible dans les comptes sectoriels qu'au niveau non consolidé, signifiant que les intérêts payés par les entreprises françaises comprennent ceux payés à d'autres entreprises françaises.

Les intérêts issus des comptes sectoriels sont difficiles à rapprocher de ceux constatés dans les bases détaillées.

La dette non consolidée inclut les financements mis en place entre entreprises, dont le montant est particulièrement élevé pour les entreprises françaises. Le taux d'intérêt moyen correspondant est généralement inférieur de plusieurs dizaines de points de base au taux calculé sur les bases détaillées ; ceci pourrait refléter des conditions de financement favorables pratiquées entre entreprises d'un même groupe, mais ce constat ne vaut pas pour les entreprises françaises.

La comptabilité nationale ne permet pas de calculer un taux d'intérêt pour la dette consolidée, mais la déduction des intérêts perçus fournit une borne inférieure. Le taux calculé sur les bases détaillées est, comme attendu, supérieur à cette borne.



TA2 Agrégats d'intérêts perçus et payés par les entreprises au 4^e trimestre 2021

(intérêts trimestriels et encours en milliards d'euros, taux en % annuel)

	Intérêts			Encours de dette		Taux d'intérêt moyen...		
	perçus	payés	nets payés	non consolidés	consolidés	de la dette non consolidée	de la dette consolidée (borne inférieure)	constaté dans les bases détaillées
	A	B	C = B - A	D	E	4 x (B/D)	4 x (C/E)	Consolidé
France	15,3	21,5	6,2	4 152	2 507	2,1	1,0	1,8
Allemagne	5,2	9,2	4,0	2 606	2 266	1,4	0,7	1,6
Italie	1,7	4,7	3,0	1 294	1 248	1,4	1,0	1,8
Espagne	0,9	4,3	3,9	1 253	972	1,4	1,4	1,9

Notes : Le taux d'intérêt moyen sur la dette non consolidée prend en compte les intérêts payés par des entreprises à d'autres entreprises du même pays (par exemple les financements intragroupe). Le taux calculé sur dette consolidée se lit uniquement comme borne inférieure, puisque les intérêts nets déduisent les intérêts perçus par les entreprises sur leurs actifs (dépôts bancaires, investissements étrangers, etc.). Aucun de ces deux taux moyens n'est donc directement comparable au taux moyen constaté dans les bases détaillées.

Sources : BCE (bases QSA [intérêts et encours], AnaCredit et CSDB) ; calculs des auteurs.

Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Didier Névonnic

Directeur de la publication

Gilles Vayssset

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

Rédaction en chef

Céline Mistretta-Belna

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

